

UNIVERSITÉ DE DIJON

FACULTÉ DE DROIT

ESSAI

SUR

L'ORGANISATION DU MARCHÉ FINANCIER

THÈSE POUR LE DOCTORAT

SOUTENUE DEVANT

LA FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE DIJON

Le mercredi 7 décembre 1898, à 1 heure 1/2 du soir

PAR

Joseph CHAROUSSET

LAURÉAT DE LA FACULTÉ LIBRE DE DROIT DE LYON

AVOCAT A LA COUR D'APPEL

Sous la présidence de M. BAILLY, Doyen

SUFFRAGANTS { M. DESSERTAUX, *professeur*.
M. TRUCHY, *professeur-adjoint*.



LYON

IMPRIMERIE UNIVERSELLE

35, rue de Condé, 35

1898

ESSAI

SUR

L'ORGANISATION DU MARCHÉ FINANCIER

UNIVERSITÉ DE DIJON

FACULTÉ DE DROIT

ESSAI

SUR

L'ORGANISATION DU MARCHÉ FINANCIER

THÈSE POUR LE DOCTORAT

SOUTENUE DEVANT

LA FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE DIJON

Le mercredi 7 décembre 1898, à 1 heure 1/2 du soir

PAR

Joseph CHAROUSSET

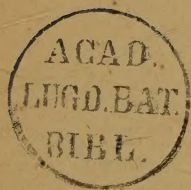
LAURÉAT DE LA FACULTÉ LIBRE DE DROIT DE LYON

AVOCAT A LA COUR D'APPEL

Sous la présidence de M. BAILLY, Doyen

SUFFRAGANTS

{ M. DESSERTAUX, *professeur.*
M. TRUCHY, *professeur-adjoint.*



LYON

IMPRIMERIE UNIVERSELLE

35, rue de Condé, 35

1898

BIBLIOGRAPHIE

PÉRIODIQUES

Annales de Droit commercial.
Bulletin de la Société de Législation comparée.
Compte rendu de la Société d'Économie politique de Paris.
Compte rendu de la Société d'Économie politique de Lyon.
Dalloz. — Jurisprudence générale,
Droit.
Droit financier.
Économiste européen.
Économiste français.
Gazette du Palais.
Gazette des Tribunaux.
Journal des Economistes.
Journal des Intérêts matériels.
Journal des valeurs mobilières.
Lois nouvelles.
Moniteur Judiciaire de Lyon.
Officiel.
Pandectes françaises.
Pour et le Contre (Le)
Réforme financière.
Réforme sociale.

Revue critique de Législation.
Revue d'économie politique.
Revue de Droit international privé.
Revue économique et financière.
Revue politique et parlementaire.
Revue pratique.
Revue des sociétés.
Syrey. — Recueil général des lois et arrêts.

- ANONYMES. — Manuel des agents de change, 1893.
— — Mémoire présenté à MM. les Sénateurs et
MM. les Députés par la Chambre syndi-
cale des agents de change de Paris.
Paris, 1892.
— — Note présentée par la Chambre syndicale des
agents de change de Paris, sur les consé-
quences éventuelles, de l'impôt sur les opé-
rations de Bourse. Paris 31 janvier 1893.
— — Réponse du Comité de la coulisse à la Cham-
bre syndicale des agents de change. Paris
21 Mars 1893.
— — Privilège des agents de change et organisation
du marché financier, Paris 1893.
— — Remplacement à la Bourse, de l'agent de
change absent ou empêché. Lyon 1897.
BARBEROT. — Le monopole des agents de change, 1887.
BECKER. — Des emprunts d'Etats étrangers en France, 1880.
BOISTEL. — Droit commercial, 1884.
BOUDON. — La Bourse et ses Hôtes, 1896.
— — La Bourse anglaise, 1898.
BOZÉRIAN J. — La Bourse, 2 vol., 1858.
BOZÉRIAN. — Règlement concernant les agents de change,
1890.
BUCHÈRE. — Traité des opérations de Bourse, 1892.

- BUCHÈRE. — Etude économique sur les titres au porteur, 1875.
CAUVÈS. — Traité d'économie politique, 1893.
CHEVILLIARD. — Le Stock-Exchange, Londres, 1893.
COURTOIS. — Traité des opérations de Bourse et de Change, 1892.
CRÉPON. — Négociation des effets publics, 1886.
DELOUME. — Les manieurs d'argent à Rome, 1892.
DENISART. — Collection de décisions 1770-1802.
DULCEUX. — Agents de change Paris, 1889.
FAVARGER. — Renseignements pratiques sur les usages de Bourse à Paris, 1892.
FRANÇOIS. — Essai sur le Commerce.
GARNIER (J.). — Traité d'économie politique.
GUILLARD. — Les opérations de Bourse, 1875.
JANNET (CL.). — Histoire de la spéculation au XIX^e siècle.
JOBIT. — Les valeurs étrangères et les lois d'impôt, 1898.
HAUPT-OTTOMAR. — Arbitrages et parités.
LÉON. — La coulisse et ses opérations, 1896.
LEWANDOWSKI. — De la protection des capitaux empruntés en France, 1896.
LÉVY (R. G.). — Mélanges financiers, 1894.
LYON-CAEN et RENAULT. — Traité de droit commercial, t. IV.
LYON et TEISSIER (G.). — Les opérations de Bourse et l'impôt du timbre, 1894.
MANCHEZ, — Semaine financière du *Temps*, 1897-1898.
— — Pour servir à la Réorganisation de la Bourse de Paris, 1897.
— — Le Stock-Exchange comparé avec la Bourse de Paris, 1892.
MARINITSCH. — La Bourse théorique et pratique, 1894.
MOLLOT. — Bourses de Commerce.
NAQUET (A.). — Rapport à la Chambre des députés sur la proposition de la loi des Marchés à terme.
NEYMARK. — Une nouvelle évaluation du capital et du revenu des valeurs mobilières en France, 1893.
— — Le morcellement des valeurs mobilières, 1896.
PROUDHON. — Manuel du spéculateur à la Bourse, 1857.

- RAFFALOVICH. — Marché financier 1893-1894.
SABATIER. — Agents de change contre coullissiers.
— — Tribune judiciaire, t. VIII.
SALZÉDO. — La coulisse et la jurisprudence, 1882.
SAY (LÉON). — Dictionnaire d'économie politique.
— — Dictionnaire des finances.
— — Les interventions du Trésor à la Bourse.
SAYOUS. — Etude économique et juridique des Bourses
allemandes, 1898.
SIEGFRIED et LÉVY (R.G.). — Du relèvement du marché finan-
cier français, 1890.
SCHERER. — La Bourse de Paris, 1886.
THALLER. — Traité élémentaire de Droit commercial, 1898.
THÉRY. — Les valeurs mobilières en France, 1898.
VAINBERG. — Questions de Bourse, 1884.
VIDAL (E.). — Le monopole des agents de change et le
marché financier, 1893.
WALDMANN. — De la profession d'agent de change, 1888.
— — Le Marché de la Bourse, 1889.
-

INTRODUCTION

NOTIONS HISTORIQUES

Du caractère des intermédiaires de Bourse et de Change depuis leur création jusqu'à la législation qui les régit actuellement.

Depuis l'époque où les hommes se sont livrés à des opérations commerciales, ils se sont réunis à des dates et à des endroits déterminés pour faire des échanges. Plus tard, pour faciliter le rapprochement du vendeur et de l'acheteur il y eut des intermédiaires.

En Grèce, ce sont les banquiers *τραπηζίται* qui font l'office des courtiers. A Rome, dès l'année 500 av. J.-C., le *Collegium mercatorum*, groupe les spéculateurs. Au temps de Cicéron, c'est au Forum que se réunissent les *argentarii*, agents de change officiels, placés sous la surveillance du *præfectus urbi*, obligés de tenir le Codex (1) et ne pouvant faire que certaines opérations

(1) SAGLIO. *Dict. des antiquités* V^o *argentarii*.

dans des conditions définies. A côté d'eux, les *proxenetæ* soumis aux seules règles du droit commun, manieurs d'argent de bas étage (1) et qui en face des *argentarii*, rappellent de loin notre coulisse et notre parquet modernes (2).

Au moyen-âge les foires ont remplacé les *Collegia mercatorum* : elles étaient les centres des échanges de l'univers. Nombreux étaient les privilèges et les franchises qui y étaient attachés. Aussi étaient-elles le rendez-vous des marchands de Barcelone, de Venise, de Constantinople, de Tunis, du Maroc. Les principales étaient celles du Landit (3) qui durait quinze jours, celle de Beaucaire fondée par Raymond de Toulouse. C'étaient aussi, les six foires de Champagne, celles de Saint-Germain, de Lyon, de Montpellier, de Nîmes et du Puy. Dans ces foires les Lombards, les Cahorsins font le commerce de l'argent, des métaux précieux et de la banque, puis dès le début du treizième siècle ils négocient les lettres de change.

A côté de ces foires se tinrent bientôt ces assemblées dont parle l'édit de juillet 1549, « ou deux fois le jour, les marchands facteurs et trafiqueurs, convenaient pour faire leurs entreprises qu'ils ont par ensemble accoutumé faire en aucuns lieux et endroits, pour tirer et amener par deça le royaume les riches marchandises

(1) Voir d'intéressants détails à ce sujet dans DELOUMÉ. *Manieurs d'argent à Rome*.

(2) LÉON. *Etudes sur la coulisse et ses opérations*, pages 2 et suivantes : Voir aussi WALDMANN. *De la profession d'agent de change*. Introduction historique.

(3) FRANÇOIS. *Essai sur le commerce*, p. 39.

et commodités des pays étrangers et faire argent de celles qui sont audit royaume. » Ces assemblées portaient le nom de Convention, Estrade, Loge, Change, Bourse, C'est cette dernière appellation qui finit par prévaloir.

Afin de prévenir les fraudes, de garantir la régularité, l'impartialité des cours, le pouvoir royal institue, pour les courtiers servant d'intermédiaires, ces règles fondamentales qui sont encore la base de l'organisation des Bourses françaises contemporaines (1).

Il faut d'abord que toutes les offres et toutes les demandes se concentrent aux mêmes heures et au même endroit afin de permettre à la concurrence de s'exercer librement et de rendre plus facile la surveillance du marché (2). Il faut ensuite que l'intermédiaire ne puisse jamais avoir un intérêt opposé à celui de son client, et par conséquent, qu'il ne puisse faire des opérations de commerce ou de banque pour son propre compte (3). Il faut enfin que les seules personnes auxquelles il fût permis d'exercer la fonction de courtier, soient d'une parfaite honorabilité, en nombre limité, et agréées par le pouvoir royal. Nul ne peut faire du change sans congé du Roy (4). « L'estat de courretiers auquel la légalité et

(1) BOUDON: *La Bourse et ses Hôtes*, p. 53 et suiv.

(2) *Ordonnance de Louis VII*, 1147, fixe comme lieu de Change le Grand-Pont, qui prit de là le nom de Pont-au-Change. *Ordonnance de Philippe-le-Bel*, février 1304, réitère la même prescription. Plus tard *édit de juillet* 1549, la contravention est punie de la confiscation des choses échangées. On dit l'heure de la Place au Change comme nous disons l'heure de bourse. *Merc. français* 1607.

(3) *Statuts d'Avignon*, 1243. *Ordonnance* janvier 1312.

(4) *Déclaration royale*, 17 juillet 1423.

prudhomie sont principalement requises, est exercé par toutes personnes indifféremment, à quoi nous désirons et voulons pourvoir pour le bien de nos subiets (1) ». « En la bonne ville de Paris il y aura le nombre de huit courtiers desdits change, banque et vente en gros des marchandises étrangères ; en la ville de Lyon douze, en la ville de Rouen quatre, etc. (2) ». C'est ainsi que dès les quinzième et seizième siècle est constitué le privilège des courtiers, tel à peu près qu'il fonctionne aujourd'hui en faveur des agents de change. Il faut pourtant noter que s'il y a privilège, il n'y a pas monopole. Les courtiers n'ont pas le droit de disposer de leur charge ; c'est une fonction à vie révocable et purement gratuite. Mais si l'on excepte ce point, nous retrouvons dans les édits et les arrêts du conseil les trois principes fondamentaux de notre régime boursier actuel : Sélection et limitation des intermédiaires ; interdiction aux agents d'avoir un intérêt dans leurs négociations ; et enfin unité de temps et de lieu.

A ce marché ainsi constitué il ne manque pas même une coulisse (3). M. Boulanger dans son discours du Sénat du 28 mars 1893 dit : « La coulisse s'est formée d'elle-même, parce que le parquet tel qu'il est constitué, tel qu'il est réglementé est absolument insuffisant pour répondre aux besoins du marché français (4). » En des termes différents, M. Emmanuel Vidal exprime la même

(1) *Edit*, juin 1572, confirmé par arrêt du conseil 15 avril 1595.

(2) *Arrêt du conseil*, 15 avril 1595.

(3) BUCHÈRE. *Traité des opérations de Bourse*. n° 30

(4) *Journal Officiel*, 29 mars 1893.

idée (1) et plusieurs auteurs avec lui (2). Pourtant si l'on peut trouver aujourd'hui, qu'une réglementation trop sévère imposée aux agents de change, qu'un nombre trop restreint d'intermédiaires légaux, étant donné le chiffre des affaires, expliquent jusqu'à un certain point la vitalité de la coulisse actuelle, il faut bien avouer qu'il n'en était pas de même au moyen-âge et dans l'ancien régime, et l'on doit reconnaître qu'à l'éclosion de toute coulisse préside l'appât d'un gain illicite, que tout privilège suscite des usurpations comme une chasse gardée suscite le braconnage. Les motifs tirés de l'économie politique n'eurent aucune part dans la détermination des courtiers illégaux d'avant 1789, et ils n'ont pas toujours eu dans l'existence de la coulisse moderne l'importance que les panégyristes de cette dernière ont bien voulu leur attribuer. Il est encore une autre raison pour expliquer la coulisse de l'ancien régime : Les commerçants habitués à recourir à des intermédiaires de leur choix opposaient une certaine résistance à l'institution nouvelle qui modifiait leurs usages (3).

Quoi qu'il en soit, nombreux sont les édits et arrêts qui essayent, comme celui de juin 1572 : « D'obvier aux abus et malversations qui se commettent par toutes sortes de personnes, intermédiaires sans scrupule (4). »

C'est ensuite l'arrêt du conseil du 2 avril 1639 qui

(1) Emmanuel VIDAL. *Impôt sur les opérations de Bourse et le marché financier.*

(2) Alph. COURTOIS. *Traité des opérations de Bourse et de Change.*

(3) LÉON. *op. cit.*

(4) *Edits*, 15 avril 1595, 17 mai 1598.

décide : « Les contrevenants, facteurs, commis, commissionnaires qui s'entremettent entre les vendeurs ou acheteurs, faisant concurrence aux agents de banque et de change, percevant le courtage qui leur est dû, seront poursuivis sur peine de crime de faux, punition corporelle et de 1.500 livres d'amende ».

Que le change se tienne au Grand-Pont ou à la Cour de Mai, sous la galerie Dauphine ou sur la place Louis-le-Grand ; qu'après l'éphémère prospérité du système de Law on lui fassé quitter la rue Quincampoix et que qualifié du nom de Bourse il soit transporté à l'hôtel de Soissons, puis à l'hôtel de Nevers, les édits sont obligés d'intervenir fréquemment « pour défendre à toutes personnes de s'immiscer dans les fonctions d'agent de change (1) ».

A la fin du XVIII^e siècle, on s'avisa d'un moyen fort ingénieux de faire respecter cette prescription : Il consistait à interdire à toute personne admise à la Bourse et qui n'était pas intermédiaire légal, d'avoir un carnet à la main, pendant toute la durée du marché (2). Il est difficile en effet de servir d'intermédiaire dans un marché si l'on ne note pas le nom du vendeur, de l'ache-

(1) *Edit* décembre 1705, *édit* août 1709, *édit* novembre 1714, *arrêt du conseil*, 30 août 1720, art. 9, *arrêt du conseil*, 24 septembre 1724, art. 17, ce dernier rend la prison qui n'était que facultative obligatoire, porte l'amende à 6.000 livres, et prononce la nullité des négociations. Des condamnations sont prononcées, 11 février 1727, 17 juillet 1736, 12 décembre 1786. Les mêmes défenses sont réitérées, *arr. cons.* 26 nov. 1781, art. 13, *arr. cons.*, 7 août 1785, art. 9.

(2) *Arrêt cons.*, 26 novembre 1781, art. 13. *arrêt du conseil*, 2 septembre 1786.

teur et le prix des négociations. Il est probable que l'on ne surveilla pas l'application de cette mesure, et qu'ainsi on n'en obtint pas les résultats attendus. En tout cas l'application ne pût durer que quelques années à peine, car dix ans après le privilège était supprimé.

Cependant, dès le ^{xvii}^e siècle, on donne à l'organisation du marché le développement qui lui manquait. On s'inspira toujours des trois principes fondamentaux de notre marché financier, mais en leur donnant plus de précision, et en les fortifiant de certaines prescriptions moins importantes. C'est ainsi que les agents de change doivent tenir des livres et une comptabilité régulière. « Les dits courtiers tiendront bons et fidèles registres de toutes les parties qu'ils traiteront et de tous les gains et profits qu'ils feront (1) ». Leurs registres devront être cotés, paraphés, signés par l'un des consuls sur chaque feuillet (2). On leur fixe un maximum de courtage, « ils ne peuvent se faire payer des négociants, pour les lettres de change qu'ils négocieront, plus grand que l'octave pour cent de chaque costé, et demy pour cent aussi de chaque costé pour les marchandises qu'ils feront vendre » (3). Ils doivent observer le secret professionnel : « à cause que ceux qui ont des deniers à négocier ne veulent être cogneus, non plus que ceux qui empruntent (4) ». Ils sont tenus « d'exercer leurs charges en personne sans commettre autre pour eux,

(1) *Arrêt cons.*, décembre 1638.

(2) *Ordon. de com.*, mars 1673, tit. III., art. 2, 4.

(3) *Arrêt du conseil*, 2 avril 1639, renouvelé par règlement des 5 et 8 juillet 1684, art. 16.

(4) *Arrêt cons.*, 2 avril 1639.

sur peine de 1.500 livres d'amende pour la première fois, et de privation de leur charge pour la seconde (1) ». En outre, ils sont dans l'obligation de prêter serment (2). A la tête de la compagnie des agents de change est placé un syndic qui doit « avoir soin des affaires concernant le bien commun de la compagnie, représenter et soutenir les intérêts de sa corporation, et tenir la main ferme à faire exécuter entre les courtiers les règlements (3) ». C'est le syndic qui convoque les assemblées générales, signe les rédactions des délibérations de l'assemblée (4), a mission de prévenir et concilier les différents entre confrères (5). Syndic et assemblée générale des agents examinent les titres et garanties des candidats (6). Les conditions exigées sont : la qualité de catholique français (7) ; l'âge de vingt-cinq ans, capacité prouvée par certificat de banquier ; n'être pas failli non réhabilité (8) et, de plus, engagement de ne consacrer son temps qu'aux occupations de sa charge (9). A partir de 1720, un cautionnement est imposé aux agents de change ; ils doivent justifier, par un certificat de la banque, qu'ils y ont déposé dix actions nouvelles de la

(1) *Arrêt cons.*, 2 avril 1639, art. 9. *Règlement* des 5 et 8 juillet 1684, art. 12.

(2) *Règlement* des 5 et 8 juillet 1684, art. 9.

(3) *Arrêt du conseil*, décembre 1638, 2 avril 1639.

(4) *Règlement* des 5 et 8 juillet 1684, art. 4, 5, 6.

(5) *Ordon. de com.*, mars 1673, art. 3.

(6) *Règlement*, 5 et 8 juillet 1684, art. 7.

(7) *Ibid.*, art. 7 et 18.

(8) *Edit*, décembre 1705.

(9) *Arrêt cons.*, 21 septembre 1724, art. 6.

Compagnie des Indes ou quinze actions rentières (1). Plus tard, le cautionnement doit être constitué soit en immeubles, soit en argent ; dans le premier cas, il doit être d'une valeur de 60.000 livres ; dans le second, de 40.000 seulement (2). Il n'est pas jusqu'au commis principal, institué par la loi de 1860, qui ne prenne rang, à la fin du XVIII^e siècle, dans l'organisation de la Bourse. Après quelques tâtonnements (3), on décide que le commis peut faire des opérations engageant la responsabilité de l'officier ministériel aux conditions suivantes : 1^o S'il a agit pour l'agent de change et en son nom ; 2^o Si les parties se sont directement adressées à ce dernier ; 3^o Si l'agent a signé le bordereau de la négociation (4). Le commis est placé sous le contrôle de la compagnie, et doit être agréé par l'assemblée (5) ; il doit présenter l'ensemble des qualités nécessaires pour parvenir à occuper une charge d'agent de change (6).

Telles sont les dispositions très sages par lesquelles la royauté organise peu à peu le corps des intermédiaires officiels. Mais poussé par le besoin d'argent et la pénurie du trésor, le pouvoir royal a recours à de nombreux expédients dont le plus fréquemment employé était le perpétuel remaniement du nombre et de l'orga-

(1) *Arrêt du cons.*, 30 août 1720, art. 3.

(2) *Arrêt du cons.*, 26 novembre 1781, art. 2.

(3) *Déclaration royale*, 19 mars 1786.

(4) *Arrêt cons.*, 11 septembre 1786, art. 6 et 7 du *Règlement pour les Commis*.

(5) *Arrêt cons.*, 2 décembre 1786, art. 11.

(6) *Ibid.*, art. 12.

nisation des agents de change (1). De huit le nombre des agents est porté à vingt (2), car devant le surcroît des affaires le nombre des agents est devenu insuffisant, bientôt il est porté à trente (3), puis à trente-six (4). C'est l'édit de décembre 1638, qui transformant complètement l'organisation des agents de change, crée le monopole. Les agents moyennant le paiement d'un supplément de finance (5) acquièrent la propriété de leur charge et le droit d'en disposer. De trente-six, le nombre est ramené à vingt (6), puis élevé à quarante (7) pour la raison suivante : « Auquel nous avons attribué et attribuons quarante mille livres de gages, effectif à répartir entre eux, dont le fond sera fait annuellement dans les états de nos finances. » L'édit de novembre 1714, remplace les quarante officiers publics en exercice par soixante nouveaux. Puis l'arrêt du conseil du 30 août 1720, art. 1 et 2, modifie radicalement le régime institué en 1638, supprime l'hérédité et la cessibilité des charges, revient au système des commissions à vie. Pendant tout le cours du dix-huitième siècle, le nombre des agents varie entre soixante et quarante (8). Enfin l'arrêt du conseil

(1) BOURDON. *la Bourse et ses hôtes*, p. 106 et suiv.

(2) *Arrêt cons.*, 23 octobre 1834.

(3) *Arrêt cons.*, décembre 1638.

(4) *Edit*, février 1645.

(5) La finance était une redevance payée au roi pour prix de l'investiture de la charge.

(6) *Edit*, décembre 1705.

(7) *Edit*, 1708.

(8) *Edit* de janvier 1723, fixe le nombre à soixante, l'*Arrêt du conseil*, 22 décembre 1733 l'abaisse à quarante, l'*Arrêt*, 24 juin 1775 l'élève à cinquante, celui du 26 novembre 1781, ramène à nouveau à quarante.

dù 10 septembre 1786 maintient à soixante le nombre des agents de change, leur garantit la possession de leurs offices et rétablit le monopole. Cet arrêt était rendu à l'instigation de Calonne moyennant l'abandon fait par les agents de change de leurs gages, montant à une somme de deux cent soixante-dix mille livres. Ainsi donc en 1786 comme jadis en 1638, comme plus tard en 1816, l'institution du monopole résulte d'un marché, malgré les arguments dont Calonne motive sa réforme : « La finance de leurs charges sera un gage pour leurs opérations, augmentera la confiance du public par une nouvelle sûreté et servira à écarter une foule d'aspirants sans biens et sans crédits (1).

Jusqu'au commencement du XVIII^e siècle, les privilège des agents de change n'existait que pour les négociations des lettres de change, billets au porteur ou à ordre, marchandises, papiers commerciabes et autres effets (2). Non pas qu'avant cette époque n'existassent un certain nombre de valeurs provoquant des spéculations assez suivies. Dès le XIII^e siècle les municipalités font des emprunts publics qui se fractionnent en parts minimas (3). Le premier essai de création de rentes sur l'Hôtel de Ville, date du 27 septembre 1522, et le chiffre des rentes s'élevait déjà à la fin du seizième siècle à 1.202.000 livres (4). Mais ces emprunts revêtent la forme du contrat de rente ; leur création et leur transmission appartiennent aux notaires. En dehors des

(1) *Déclaration royale*, 19 mars 1786 (préambule).

(2) *Règlement* du 8 octobre 1706.

(3) Dr. AVENEL. *Histoire économique de la propriété*, p. 93;

(4) LE ROY. *Mémoire concernant le Contrôle des Rentès*.

rentes, il y a des valeurs négociables sous la forme de parts au porteur, comme les parts du Moulin de Basacle, connues sous le nom de saches et d'uchaux dans le midi de la France (1), il y a aussi les actions des grandes Compagnies des Indes Occidentales, mais le capital étant presque entièrement souscrit par la cour, les actions ne donnent pas lieu à de nombreuses transactions et il ne semble pas que les agents de change se soient aucunement mêlés de les négocier (2).

A la fin du dix-septième siècle seulement on commence à constater publiquement le prix des contrats de rente (3). « Mais les négociations en sont faites par les agioteurs et usuriers, qui, non contents d'un profit raisonnable, trompent les vendeurs et les acheteurs en abusant du besoin, où les uns sont de vendre et du désir ou les autres sont d'acheter (4) ».

La volonté de remédier aux abus entraînés par cet état de choses fait que le pouvoir royal rappelle aux agents de change qu'eux seuls ont le droit de négocier « tous les billets d'emprunt, faits en commun par les Compagnies, (5) ». Lors de la vogue du système de Law dont la chute va bouleverser la vie nationale, les agents de change, et c'est un honneur pour eux, ne jouent aucun rôle. Les intermédiaires sont inutiles, car les achats et les ventes se font directement (6).

(1) BUCHÈRE. *Titres au porteur*, p. 10.

(2) COSSON. *L'agiotage et les syndicats financiers*.

(3) DENISART. *Dictionnaire*, V^e Effets publics.

(4) Anonyme. *Utilité de la création d'un bureau de change*, pièce in-8, 1716.

(5) *Edit*, décembre 1705.

(6) BRILLON. *Recueil de jurisprudence*.

Au milieu du XVIII^e siècle réapparaît le mouvement des valeurs mobilières un moment arrêté par la chute lamentable du système. Ce sont d'abord les titres des loteries royales qui n'étaient qu'une sorte d'emprunt, et les titres de la dette d'Etat créées en 1749 (1).

Les annuités, donnant comme le contrat de rente un revenu fixe sur les droits aliénés et présentant comme l'action la faculté d'être négociées de la main à la main sont créées en 1757 (2). Il en est de même des effets des colonies, du Canada (3). Les titres de rente au porteur sont mis pour la première fois en circulation, lors de l'emprunt de 1783 et cette innovation donne un véritable essor à la spéculation (4). Les agents de change négocient les actions, les billets, les contrats. Cependant, d'après certains auteurs (5), c'est aux notaires que revient la négociation des contrats.

En face de ces intermédiaires légaux il y a les intermédiaires proscrits par les lois et auxquels pourtant, les ministres ont recours. « Grâce à une clientèle de spéculateurs qui sont à sa solde, les emprunts de Necker sont couverts plusieurs fois par les intermédiaires qui souscrivent les billets émis et les vendent au public (6). Calonne fait spéculer par des agents à ses ordres, avec l'argent de l'Etat, sur les actions des eaux (7). Malgré

(1) *Edit*, 21 mai 1749.

(2) MELON. *Essai sur le commerce*, p. 77.

(3) DENISART. *Effets publics*.

(4) *Polémiques financières de Mirabeau*, Journ. des écon. 1886.

(5) *Dictionnaire universel* tome I, p. 482.

(6) GOMEL. *Les causes financières de la Révolution*, p. 277.

(7) LÉON SAY. *Intervention du Trésor à la Bourse*.

cette concurrence, devant ce flux d'affaires, la valeur des charges d'agents de change s'élève à 205.000 livres (1). C'est une époque de spéculation ardente : des agents de change vendent leurs charges dans le dessein de profiter de l'augmentation de leur valeur, et ne continuent pas moins à travailler pour leurs anciens clients, au grand préjudice des titulaires actuels (2). Les courtiers illicites se multiplient et créent chaque jour de nouvelles spéculations (3). Sous l'influence du mouvement libéral de Turgot, toutes les corporations sont détestées.

Mais plus que toute autre, la corporation des agents de change est impopulaire; l'origine des agents, leur fortune excitent les haines; on leur impute les abus commis par ceux-là mêmes qui s'entremettent dans les négociations à leur préjudice (4); on les considère comme les auteurs de la baisse des fonds publics, comme la cause de l'agiotage (5), dont les Etats-Généraux sont unanimes à demander la suppression (6). Les uns veulent que les agents ne puissent négocier que les lettres de change (7); ce sont les plus modérés. La clameur publique, excitée par les courtiers libres, réclame leur

(1) *Observations à Messieurs du Comité des Finances sur l'Organisation des Agents de Change*, 1790, pièce.

(2) *Adresse des Agents de change*, 10 juin 1788.

(3) DENISART. V^o *Agents de Change*, p. 11.

(4) LÉON. *Op. cit.*, p. 17 et suiv.

(5) MIRABEAU. *Denonciateur de l'agiotage*, p. 63.

(6) CHASSIN. *Demandes des Etats-Généraux*, t. III, p. 170.

(7) Pétition de M. BÉLÉUX DE BEAULIEU, *Archives parlementaires*, t. II, p. 357.

suppression. Voici ce que dit à leur sujet un journal du temps, cité par de Goncourt : « Le 8 janvier 1791, le public s'étant aperçu que les soixante agents de change privilégiés jouaient à la baisse les papiers ou effets nationaux, et qu'à chaque minute ils en diminuaient la valeur sans raison, a interrompu le jeu : « A la porte ces brigands, ces coquins ! » et alors ils ont joué à la hausse (1) ». Enfin, par la loi du 2 mars 1791, le monopole des agents de change est supprimé en même temps que celui des perruquiers-barbiers, et des baigneurs étuvistes (2). Et à M. Germain, député de Paris, qui prend la défense des agents, M. Roussillon, député de Toulouse, répond, au milieu des applaudissements de l'assemblée, par ce dilemme qu'on retrouve constamment dans la bouche des partisans du marché libre : « Si les agents ont la confiance publique, qui la conservera mieux qu'eux ? S'ils ne l'ont pas, qu'avons-nous à craindre en supprimant leurs privilèges ? (3) ». Mais, suivant la spirituelle expression de M. Waldman, « l'on ne tarda pas de s'apercevoir que, si la liberté laissée à tout individu de tondre ou de raser son semblable n'avait entraîné aucun abus, il n'en avait pas été de même de celle de s'entremettre dans la gestion de sa fortune, dans les échanges, dont la régularité et l'activité sont une des bases du crédit public (4) ».

Une nuée de courtiers et d'entremetteurs interlopes,

(1) GONCOURT. *La Société française pendant la Révolution*.

(2) « A compter de la même époque, (1^{er} avril suivant), les offices des perruquiers-barbiers, des baigneurs-étuvistes, ceux des agents de change sont également supprimés ». Loi du 17 mars 1791, art. 2.

(3) *Archives parlementaires*, 15 avril 1791.

(4) WALDMANN. *Le Marché de la Bourse*, p. 6.

sans solvabilité ni crédit, se précipitèrent sur le marché. Voici le tableau que Regnault, de Saint-Jean-d'Angely, traçait, quelques années plus tard, du marché de Paris et de son personnel : « Le crédit public et particulier est arrêté dans son essor par la composition scandaleuse et effrayante de cette masse d'agents de la Bourse qui, à Paris, sont au nombre de six cents et plus, qui, à Paris comme dans les départements, se rendent arbitres des cours en vendant et achetant ce qu'ils n'ont pas, peut-être ce que personne n'a, ce qu'ils savent ne pouvoir livrer, ce qu'ils savent bien plus sûrement ne pouvoir payer, qui gênent, embarrassent, étouffent les transactions de toute espèce. Tout est livré à l'homme intrigant, avide et sans moyens effectifs, qui risque tout pour gagner et fait banqueroute s'il s'est mépris (1). On croit mettre un terme à ces désordres en décrétant la fermeture de la Bourse (2). On supprime les sociétés par actions (3). La Bourse fermée, l'agiotage abandonné à lui-même, se disperse sur tous les points de la capitale, et devient d'autant plus hardi et plus dangereux que le contrôle en est impossible (4).

(1) *Rapport* présenté au Corps législatif sur la loi, 28 ventose an IX.

(2) *Décret*, 27 juin 1793.

(3) *Décret* du 21-24 août 1793, art. 1. — *Décret* du 26-29 germinal, an II.

(4) Voir *Sur l'agiotage pendant la Revolution. — Les Lundis, revolutionnaires*, par AVENEL — GONCOURT. *La Société française pendant le Directoire. — SCHMIDT. Tableaux de Paris*, d'après des rapports de police. Les réunions des agioteurs ont lieu au café de Chartres et dans les cafés qui avoisinent le Palais-Egalité. Plus tard, l'aristocratie de la finance se réunit à l'endroit dit du Petit Coblentz.

La loi de vendémiaire an IV réorganise le marché. Elle constate en son exposé des motifs que la faculté laissée à chacun de s'instituer agent de change, moyennant le paiement d'une simple patente a de nombreux inconvénients pour l'ordre public. La compagnie des agents de change est rétablie, on revient au système traditionnel français de la commission ; le nombre des agents est fixé à vingt-cinq. La nullité de l'opération (1) l'application des peines portées contre les agioteurs (2) telles sont les mesures par lesquelles on essaye de sanctionner le privilège rétabli par la loi du 28 vendémiaire an IV. On revient aux principes fondamentaux de notre marché financier. Défense est faite aux agents de change sous les peines portées contre les agioteurs d'opérer pour leur propre compte (3). Interdiction sous peine de destitution de prêter leur ministère pour aucune négociation de matière métallique ou de papier sur l'étranger dans l'intervalle d'une bourse à l'autre, à des prix plus élevés que ceux qui auront été fixés à l'issue de la bourse précédente (4). Les opérations doivent être proclamées à haute voix à mesure qu'elles sont conclues. Par la loi de vendémiaire on avait compris que : « En raison des dangers que présente la spéculation, les opérations qu'elle entraîne doivent être

(1) Loi du 28 vendémiaire, an IV, ch. 11, art. 19.

(2) Deux années de détention, exposition publique avec écriteau sur la poitrine portant le mot agioteur, et la confiscation de tous les biens.

(3) Exposé des motifs de la loi du 23 vendémiaire an IV.

(4) *Ibid.* ch. II, art. 10. Dans l'intervalle des heures de bourse, l'agent de change a donc le droit d'exercer ses fonctions d'intermédiaire.

confiées à des agents honorables et expérimentés, offrant de sérieuses garanties d'intelligence de moralité et de solvabilité (1) ». Un peu plus tard les heures de tenue du marché sont réglées. Ce dernier a lieu de une heure à cinq heures (2) puis de une heure à deux heures (3). Enfin la loi du 28 ventôse an IX formule dans son exposé des motifs les principes généraux dont s'est inspirée la législation boursière de l'ancienne France et sur lesquels va reposer encore toute la législation contemporaine.

« Entre le vendeur et l'acheteur il est besoin d'intermédiaires qui facilitent, proposent, consomment, garantissent l'exécution du contrat qui se fait entre eux.

« Il faut que ces intermédiaires qui sont les agents de change et courtiers offrent par leur moralité, leur connaissance et même par l'engagement d'une partie de leurs propriétés, une garantie à l'administration publique comme à l'intérêt particulier.

« Il faut donc qu'ils soient désignés par le gouvernement à la confiance publique.

« Sur les renseignements qu'il se fera remettre, le gouvernement fixera le nombre des agents de change et courtiers nécessaires à chaque place de commerce.

« Le gouvernement prendra aussi des mesures pour que ceux qui se sont livrés à cette profession sans avoir les qualités qui inspirent et justifient la confiance publique ne puissent plus l'exercer. »

(1) BUCHÈRE. *Traité des opérations de bourse*, n° 35.

(2) Arrêté du 20 nivôse an IV.

(3) Arrêté du 2 ventôse, an IV, art. 15.

La loi du 28 ventôse an IX, est complétée par l'arrêté du 29 germinal de la même année. Ce dernier fixe le mode de nomination, les conditions d'admission des membres de la Compagnie des agents de change et décide que le cautionnement sera affecté à la garantie des condamnations qui pourraient être prononcées contre l'agent. L'arrêté du 3 messidor an IX, fixe à quatre-vingts le nombre maximum des agents à Paris, et ordonne la confection d'un tarif (1) qui fut dressé par le tribunal de commerce (2). Vient ensuite l'ordonnance de police du 9 thermidor an IX (3). L'arrêté du 27 prairial an X, et le Code de commerce fondent et classent définitivement toutes les lois et tous les règlements antérieurs.

L'art. 76 établit en faveur des agents de change le privilège d'avoir seuls le droit de faire les négociations des effets publics et autres susceptibles d'être cotés. Durant tout ce siècle il n'y a eu d'intermédiaire légal sur le marché financier que le seul agent de change.

(1) Ce tarif a été en vigueur légalement jusqu'à celui qui a été établi par le décret du 29 juin 1898 ; mais la chambre syndicale de Paris avait déjà réduit sensiblement ce taux légal. Le tarif appliqué par la chambre syndicale antérieurement au décret, avait été établi par délibération du 19 décembre 1887, il avait remplacé lui-même celui du 23 décembre 1872.

(2) Délibération du 20 messidor an IX.

(3) Rompant avec les traditions de l'ancien régime, elle permet l'entrée de la bourse sans distinction de profession à tous les citoyens jouissant de leurs droits politiques, art. 1, 5, 10.

PREMIÈRE PARTIE

Etude des Intermédiaires actuels

LIVRE PREMIER

INTERMÉDIAIRES DE DROIT. — AGENTS DE CHANGE

CHAPITRE PREMIER

Histoire des agents de change

Les lois du 18 vendémiaire, an IV du 28 ventôse an IX et les art. 76 et suivants du Code de commerce se conformant à la tradition française rompue par la Révolution avaient restauré la compagnie des agents de change. « On a supprimé comme inutile une institution dont la nécessité ne peut être révoquée en doute ; et le commerce a été livré à des hommes dont l'ignorance et l'insatiable avarice ont failli le dessécher dans sa

source (1). » « Le gouvernement a dû porter ses regards vers la réédification des établissements et des institutions qui sont particulièrement nécessaires au pays. Il a senti qu'il fallait des espèces de notaires commerciaux, indiqués par le gouvernement à la confiance des nationaux et des étrangers, et qui la justifiasent par leurs lumières, leur bonne foi, leur responsabilité pécuniaire (2) ».

On avait donc établi en faveur de l'agent de change, un privilège mais non pas un monopole ; on en était revenu au système de la commission, tel qu'il avait fonctionné pendant presque tout l'ancien régime. La charge ne tombait point ainsi dans le patrimoine du titulaire ; en la faveur de ce dernier aucun droit de propriété, aucun droit de survivance. L'Etat n'est lié par aucun pacte, il peut remanier l'institution sans s'exposer à léser des droits acquis, augmenter ou diminuer le nombre des agents, réduire le chiffre des courtages, remanier les règlements pour leur donner plus de souplesse et leur permettre de se plier aux exigences de situations nouvelles.

Ce système de la commission ne dura pas longtemps et dès 1816, il était remplacé par celui du monopole.

Quel fut le motif de cette substitution ? La pénurie du trésor et le désir de trouver quelques ressources pour faire face au déficit. Les dépenses de 1815 l'avaient emporté de 220 millions sur les recettes ; pour combler en partie ce trou énorme on double le droit des patentes,

(1) ALEXANDRE, discours devant le Tribunal dans la discussion préparatoire de la loi du 28 ventôse, an IX.

(2) REGNAUD DE SAINT JEAN D'ANGÉLY, discours devant le Corps législatif.

et l'on espère trouver 50 millions dans un supplément de cautionnement exigé des comptables et officiers ministériels ; en dédommagement de cette contribution extraordinaire on leur concède le monopole de leurs fonctions. L'art. 91, relatif à l'établissement d'un monopole est dans le titre V, § 2, qui traite du cautionnement et supplément de cautionnement à fournir par les officiers ministériels, agents de change etc. (1). Quel autre lien entre l'idée de cautionnement et celle de monopole, sinon que la première est la rançon du second. Le texte suivant ne laisse d'ailleurs aucun doute à cet égard : « Vu les art. 90 et 91 de la loi de finance qui en statuant sur le supplément en cautionnement à fournir par les agents de change accorde aux titulaires la faculté de disposer de leurs offices avec notre agrément. (2) » Sans doute le désir de rétablir les agents de change dans la situation où ils étaient durant les dernières années de l'ancien régime, la pensée qu'en faisant de la Bourse le domaine propre des agents de change on rendrait ceux-ci plus zélés à poursuivre les courtiers marrons, ont pu avoir une influence sur le rétablissement du monopole, mais il est incontestable que le mobile premier de cette mesure a été un mobile fiscal.

Quelles ont été les conséquences de cette concession du monopole aux titulaires des charges en 1816 ?

On a créé ainsi une puissance financière incomparable, fondée sur la richesse, le crédit et l'admirable discipline de la compagnie privilégiée (3). Avec la multipli-

(1) *Loi de finance du 28 avril 1816.*

(2) *Ordonnance*, mai 1816.

(3) BORDON. *La Bourse et ses Hôtes*. p. 158 et suivantes.

cation des affaires, chaque charge a fini par représenter des capitaux énormes ; grâce au recrutement sévère des membres de la compagnie, grâce à leur tradition d'honorabilité, grâce enfin au petit nombre de titulaires, il a été possible de créer entre agents une solidarité de fait sauvegarde du marché en temps de crise.

Mais ces avantages étaient contrebalancés par de nombreux inconvénients. Forte de son monopole, la compagnie s'attachait à des pratiques anciennes et surannées, repoussait toute innovation, manquait de souplesse pour se transformer sous l'empire des nécessités et des circonstances. La solidarité des agents entre eux, avait donné à la place de Paris une solidité à toute épreuve ; mais la crainte de voir cette solidarité compromettre la situation personnelle des agents, avait poussé la chambre syndicale à interdire une foule d'opérations nécessaires, et comme il était indispensable que ces opérations se fissent, la compagnie vit s'élever en face d'elle non pas comme sous l'ancien régime, quelques courtiers marrons faméliques, mais une véritable institution rivale, la coulisse.

D'autre part, si la monarchie de 1816 avait compté sur le monopole pour lutter ardemment contre le marronnage, elle s'était trompée. « Les collectivités, dit M. Boudon, et c'est là leur honneur, sont moins ardentes à défendre leur patrimoine matériel que leur patrimoine moral ; l'esprit de corps est plus fait d'orgueil que d'avarice. Confiée aux soins de la corporation, la police, de la bourse fut mollement faite, le privilège mal gardé » (1).

(1) BOUDON. *Op. Cit.*

La mesure d'après laquelle le nombre des charges d'agents de change était irrévocablement fixé à soixante, eut comme conséquence forcée, de leur donner une valeur considérable. Voici quelle fut d'après MM. Alph. Courtois (1) et Neymark (2), la fluctuation du prix des offices durant le cours du siècle.

1815	30.000 fr.
1830	450.000 M. Courtois dit 850.000
après Révol. de juillet	250.000
1847	800.000 à 950.000
1848	400.000
1857	2.400.000
1871	1.400.000
1880	2.000.000
1884	1.700.000

aujourd'hui elles valent à peu près 1.600.000 fr.

L'histoire des agents de change depuis 1816 jusqu'en 1898 tient presque entièrement dans la lutte du parquet et de la coulisse. Grâce à son activité, à l'absence de charges pesant sur elle (3), échappant à l'obligation d'avoir cette énorme fond de roulement, que nécessitent chez l'agent de change les opérations au comptant, ayant donc la possibilité de se contenter d'une seule liquidation par mois, n'étant pas gênée dans son initiative

(2) COURTOIS. *Traité des opérations de Bourse*, p. 103 et 104.

(3) NEYMARK. *Organisation des marchés financiers*. (*Journal des Economistes* 1884.)

(4) Au lieu qu'il faut qu'un agent de change rémunère un capital de 2.500.000 fr., pour être coulissier il suffit d'après M. Turquau, d'avoir une mise de fonds de soixante-dix mille francs ; d'après M. Boulanger, *Journal Officiel* 20 mars 1893, il suffit d'un crayon et d'un carnet.

par une réglementation excessive et par une responsabilité des plus lourdes, la coulisse envahit peu à peu le terrain que la loi avait essayé de réserver à l'agent possesseur du monopole.

Battu en brèche par la coulisse, attaqué au point de vue théorique par tous les partisans de l'école libérale, menacé maintes fois par des propositions législatives (1), le monopole de l'agent de change subsiste encore aujourd'hui; et c'est par cet intermédiaire le seul reconnu par la loi, que doit logiquement commencer l'étude des intermédiaires du marché financier actuel.

(1) En 1866, lorsque fut discutée la suppression du monopole des courtiers, celui des agents de change fut très vivement attaqué; grâce à Pouyer-Quertier, ce dernier monopole sortit victorieux de l'assaut. En février 1882, à la suite du krach de l'*Union Générale*, M. Ménard-Dorian déposa un projet de loi tendant à la suppression du monopole. Rapportée par M. Lefèvre le 16 mars, prise en considération le 28, la proposition fut repoussée.

CHAPITRE II

DE L'ORGANISATION DES AGENTS DE CHANGE

I. — Du recrutement des agents et de leur caractère.

L'agent de change a reçu du législateur le monopole de la négociation des effets publics et autres susceptibles d'être cotés ; il certifie aussi les signatures en cas de transfert et constate le cours des valeurs de bourse, du change et des valeurs métalliques (1).

Quelles sont les questions juridiques qui peuvent s'élever au sujet des fonctions de l'agent, ici n'est pas le lieu de l'examiner ; l'objet de cette étude est uniquement de rechercher quels sont les avantages et quels

(1) Les agents de change ont, en vertu de l'art. 181 du *Code de com.*, le monopole de la certification des comptes de retour dans les villes où ils exercent leur ministère. Quant aux cours du change et des matières métalliques, la commission nommée par la chambre syndicale, se borne à conférer l'authenticité aux cours signalés par les banquiers et courtiers.

sont les inconvénients que présente dans son organisation et son fonctionnement la corporation des agents de change.

Le principe fondamental de la législation qui a institué la fonction d'agent de change, a été d'assurer la sécurité et la sincérité des opérations de bourse. Pour aboutir à ce résultat, la loi a organisé la compagnie de telle sorte que seules des personnes présentant des garanties suffisantes de moralité, de nationalité, de capacité et de fortune peuvent en faire partie ; elle a constitué avec des prérogatives très étendues la chambre syndicale gardienne de la considération de la compagnie. Nombreuses sont, en outre, les obligations imposées aux agents, destinées à assurer la sincérité de la cote, la solvabilité des intermédiaires, la sécurité presque absolue du marché.

Tout agent de change doit être Français, avoir vingt-cinq ans accomplis, avoir satisfait à la loi sur le recrutement, jouir de ses droits civils et politiques, et fait un stage de quatre ans chez un agent de change, un banquier ou un notaire (1).

De plus est exigé de tout candidat admis un cautionnement, dont l'importance varie avec celle de la place sur laquelle l'agent doit exercer (2).

(1) Décret du 7 octobre 1890, art. 2 et 3.

(2) D'après l'ordonnance du 9 janvier 1818, les agents de Paris étaient astreints à un cautionnement de 125.000 fr., ceux de Lyon de 25.000 fr., ceux de Marseille, Bordeaux et Rouen de 15.000 fr. Le décret du 1^{er} octobre 1862 les augmente dans les proportions suivantes : Paris 250.000 fr., Lyon 40.000 fr., Marseille et Bordeaux 30.000 fr., Toulouse et Lille 12.000 fr. D'après l'arrêté du 29 germinal an IX, art. 12, l'arrêté du 27 prairial an. X, art 13, modifié par

Sont exclus des fonctions d'agent de change, les faillis non réhabilités ; les agents de change destitués pour avoir fait des opérations de bourse pour leur propre compte (1) ; ceux qui par deux fois ont été condamnés pour immixtion dans les fonctions d'agent de change (2).

L'agent démissionnaire qui présente son successeur doit en outre déclarer ainsi que le candidat, qu'il n'a été stipulé aucun avantage en dehors du prix indiqué au traité.

La Chambre syndicale dans les Bourses pourvues d'un parquet, l'assemblée des agents de change du lieu, et le tribunal de commerce lorsqu'il n'y a pas de chambre syndicale, sont ensuite appelés à donner leur avis (3).

la loi du 28 juin 1835, art. 4, la loi du 25 nivôse an XIII, art. 1^{er}, le cautionnement est affecté par un privilège de premier ordre à la garantie des condamnations prononcées contre les agents par suite de l'exercice de leurs fonctions. Un privilège de second ordre est accordé aux capitalistes qui auraient fourni tout ou partie des fonds destinés au cautionnement. Loi du 25 nivôse an XIII, art. 1. Décret du 22 août 1808.

(1) *Code de com.*, art. 83 et 88.

(2) *Arrêté du 27 prairial an X*, art. 5.

(3) L'autorité supérieure peut rejeter la nomination d'un agent de change malgré l'avis favorable des corps consultés, mais peut-elle nommer un candidat contre le gré des intéressés ? Oui s'il s'agit d'un agent de change près d'une Bourse non pourvue de parquet car le tribunal de commerce et les agents de change ne doivent d'après le décret du 1^{er} octobre 1862 et celui de 1890, art. 3, que donner leur avis motivé. Non, s'il s'agit d'une Bourse pourvue d'un parquet car alors la Chambre syndicale doit donner à la candidature son approbation. Nul mieux que la Compagnie en effet, ne peut être juge de la moralité et de la solvabilité du candidat, et comment pourrait fonctionner la Bourse sans la confiance réciproque des intermédiaires ? Le règlement particulier de la Compagnie de Lyon exige l'agrément du candidat par la Compagnie toute entière réunie en

La chambre syndicale est très sévère dans son choix, les adversaires eux-mêmes du monopole des agents de change, sont obligés de le reconnaître. « Tel, dit l'un d'entre eux, M. Alphonse Courtois, tel n'a pas été admis par suite d'antécédents fâcheux, tel autre parce qu'il avait une situation équivoque. J'ai connu un cas qui atteste une rigueur excessive. Un candidat repoussé par la chambre syndicale parce que le père était failli non réhabilité. Lorsqu'il vient au parquet l'agent de change est donc un sujet de choix. Il est, on peut le dire, trié sur le volet (1). »

II. — De la Chambre syndicale

Le choix de l'agent fait, et fait de façon à ce que le titulaire présente toutes les garanties, il faut une autorité chargée de tenir la main à l'observation des règlements de la compagnie. Cette autorité c'est la chambre syndi-

assemblée générale. Il a même été jugé que la Chambre syndicale peut être rendue pécuniairement responsable envers les créanciers d'un agent de change tombé en faillite, à raison de l'approbation donnée par elle à la transmission de l'office. (Trib. de commerce de la Seine, 6 janvier 1890. *Droit financier* 1890, p. 30. Le jugement a été cassé en appel. Paris 28 mai 1891. *Droit fin.* 1891, p. 215. La cour a reconnu, que dans le cas qui lui était soumis aucune faute ne pouvait être reprochée à la Chambre syndicale. L'arrêt admet cependant, qu'en droit, les Chambres syndicales peuvent être dans certains cas rendues responsables de la nomination du candidat qu'elles ont présenté au ministre des finances).

(1) *Discussion à la Société d'Economie politique de Paris*, 5 avril 1893.

cale. Sans entrer dans de longs détails sur sa composition et son fonctionnement, qu'il suffise de dire qu'elle se compose d'un syndic et d'adjoints dont le nombre est proportionné à l'importance du corps d'agents de change. Lorsque le nombre des agents est inférieur à dix, il y a deux adjoints, il y en a quatre, lorsque le nombre des agents varie de dix à quatorze, et six au-dessus de quatorze (1). Pour Paris seul qui a plus de soixante agents le nombre des adjoints est porté à huit (2). A Paris, et sur la plupart des places de province, le renouvellement de la Chambre syndicale a lieu en décembre.

La Chambre syndicale a des attributions d'arbitrage, c'est elle qui concilie les différends pouvant s'élever entre agents de change. Les règlements particuliers acceptés par les agents lors de leur entrée en fonction, les obligent à toujours accepter les décisions de la chambre syndicale, et, sauf autorisation de cette dernière, à ne jamais porter leurs démêlés devant les tribunaux. Cette obligation toujours observée n'a aucune force légale. La chambre syndicale a aussi des attributions administratives et financières. En vertu des premières, elle statue sur l'admission des valeurs à la cote (3), publie le *Bulletin des cours* (4), et le *Bulletin des opposi-*

(1) *Décret* 1890, art. 18, 19, 20.

(2) *Décret*, 29 juin 1898.

(3) *Décret* du 6 février 1880, art. 1^{er}, pour l'admission à la cote des valeurs étrangères, quant à l'admission des valeurs françaises il n'y a que des règlements particuliers n'ayant pas force de loi, le dernier est du 3 décembre 1891, art. 71 et 72.

(4) *Décret* du 7 octobre 1890, art. 78.

tions (1), fournit à l'enregistrement le cours moyen des titres au porteur pour l'établissement des droits de transmission. Les attributions financières consistent à gérer la caisse commune (2), à opérer les ventes ou achats de rentes pour le compte des habitants des départements, d'après les ordres que lui transmettent les trésoriers-payeurs généraux (3), à effectuer les 15 et 30 de chaque mois la liquidation centrale de toutes les opérations entre agents (4).

Mais les attributions des chambres syndicales, les plus importantes au point de vue qui nous occupe, sont les attributions disciplinaires, définitivement réglementées par le décret du 7 octobre 1890 (5). Ce décret leur donne

(1) *Loi* du 16 juin 1872, art. 11.

(2) *Décret* du 7 octobre 1890, art. 26. La caisse commune se compose dans chaque compagnie d'un cautionnement spécial versé par chaque agent de change lors de son entrée en fonctions. Ce cautionnement est de 100.000 fr. à Paris et de 60.000 à Lyon. En dehors de ce capital, la caisse commune est alimentée par des prélèvements sur les courtages et par divers droits spéciaux, certification des comptes de retour, bordereaux, amendes, etc. La caisse commune sert d'abord à solder les dépenses ordinaires de la Compagnie; un emploi assez fréquent des fonds de la caisse consiste à aider un confrère embarrassé. A Paris, en vertu de la solidarité entre agents, la caisse commune paie les déficits aux liquidations d'agents en déconfiture. D'après la jurisprudence (Cas. 16 février 1885, D. 86, I, 161), la caisse commune a une personnalité morale; et elle est représentée par le syndic de la compagnie.

(3) *Ordonnance* du 14 avril 1819, art. 21. *Règlement*, 3 décembre 1891, art. 1^{er}.

(4) *Décret* du 7 octobre 1890, art. 68.

(5) Avant le décret du 7 octobre 1890, l'arrêté du 29 germinal an IX, avait réduit le pouvoir général de police des chambres

le droit de surveiller les opérations, la gestion et la comptabilité des membres de la compagnie. La chambre syndicale peut ordonner à tout agent la production de

syndicales au simple devoir de dénoncer les contraventions aux lois et règlements, ou de donner un avis lorsque le gouvernement les consulte au sujet d'un fait délictueux. L'arrêté du 27 prairial an X, avait bien décidé que les agents de change pouvaient faire des règlements de discipline intérieure, mais ces règlements ne pouvaient entrer en vigueur qu'après approbation du gouvernement ; et de règlements approuvés il n'en existait pas. Par deux fois les agents de change de Paris présentèrent à l'homologation officielle, leurs règlements particuliers du 28 fructidor an IX et de 1819, mais n'obtinrent aucune réponse. Une ordonnance du 29 mai 1816 combla pour eux cette lacune, et l'art. 3 de cette ordonnance déclare, en effet, que la Chambre syndicale de Paris « a sur les membres de la compagnie la surveillance et l'autorité d'une chambre de discipline; elle peut, suivant la gravité des cas, censurer, suspendre les contrevenants de leurs fonctions et provoquer leur destitution ». Mais cette ordonnance n'était applicable qu'à Paris, et les Chambres syndicales de province n'avaient d'autres droits que ceux qui leur avaient été reconnus par l'arrêté du 29 germinal an IX. Un arrêt de la Cour de cassation du 11 janvier 1886 (DALLOZ 1886, I, 124), fit peu avant le décret de 1890 une application de cette absence de pouvoirs disciplinaires des chambres syndicales. La chambre syndicale de Lyon avait prononcé un blâme contre un des membres de son parquet et lui avait enjoint, en outre, de donner sa démission. L'agent défère à la Cour de cassation la décision prise contre lui ; dans son arrêt du 11 janvier 1886, S. 87, 1, 16 la Cour casse la décision de la chambre syndicale de Lyon, et ordonne le renvoi de la cause devant la chambre syndicale des agents de change de Bordeaux. La chambre de Lyon renonça à porter le débat devant celle de Bordeaux, cette dernière n'aurait pu d'ailleurs que se déclarer incompétente. Détail piquant, deux ans après, en 1888, on trouva aux archives de la Chambre syndicale de Lyon, un règlement particulier du 24 décembre 1804, approuvé par le gouvernement suivant lettre du ministre de l'intérieur du 25 février 1809; ce règlement don-

son carnet ou de ses livres, lui prescrire les mesures de précaution qu'elle pourrait juger utiles, et en particulier la constitution dans la caisse syndicale d'un dépôt de garantie (1). Elle peut infliger comme pénalité le blâme, la censure et même l'exclusion temporaire pouvant aller jusqu'à un mois. Le ministre, sur la demande de la chambre syndicale, peut prononcer une suspension de deux mois, et le chef d'Etat par décret la révocation. Le gouvernement ne peut prononcer ces deux mesures d'office, qu'après que la chambre syndicale a été appelée à émettre son avis (2).

III. — Des auxiliaires de l'Agent

Les fonds considérables rendus indispensables par l'acquisition et l'exploitation des charges, la multiplicité des opérations incombant à l'agent, l'ont obligé de s'assurer le concours de capitalistes commanditaires et de s'adjoindre des auxiliaires destinés à le seconder dans l'exercice de ses fonctions (3).

naît formellement à la chambre syndicale le droit de censure sur les membres de la compagnie et divers autres pouvoirs disciplinaires, mais depuis longtemps il avait été oublié. (V. sur ce sujet. WALDMANN, *La profession d'agent de change*, n^{os} 259 et suivants. *Pandectes franç.*, Repr. V. agent de change n^{os} 583 et suiv. BUCHÈRE, *Traité des opérations de bourse*, n^{os} 69 et suiv. CRÉPON, *Négociation des effets publics*, n^o 292).

(1) Décret octobre 1890, art. 21.

(2) *Ibid.* art. 21 et 23.

(3) Partant de ce principe que le titulaire d'un office ministériel n'est nommé qu'en vertu des garanties personnelles qu'il pré-

Pour pouvoir exercer une surveillance sur les commanditaires la chambre syndicale exige que les actes d'association soient rédigés d'après un modèle arrêté par elle. Registre est tenu des noms des agents de change et de leurs bailleurs de fonds avec le détail de leurs parts d'intérêt, toutes les mutations qui surviennent y sont consignées.

L'agent de change peut s'adjoindre pour l'aider dans les devoirs de sa charge deux catégories d'auxiliaires : des fondés de pouvoirs et des commis principaux. Les fondés de pouvoir ne sont pas en nombre limité, ils peuvent être chargés par l'agent de tous les actes de sa fonction autres que les négociations, la signature des bordereaux et les certifications relatives aux transferts. Lors de leur installation l'agent fait connaître à tous ses collègues la procuration et la signature de ses fondés de

sente, l'unanimité de la jurisprudence, (dernier arrêt Cass., 29 juin 1863, D, 63, 1.473), et la grande majorité de la doctrine (il n'y a guère en sens contraire que Mollot, *Bourses de com.* n° 412 et suiv.), décident que les privilèges acquis par l'officier ministériel sont attachés à sa personne ne sont pas susceptibles de délégation et sont exclusifs de la pensée d'une association. La loi du 2 juillet 1862 permet aux agents de change près les Bourses munies d'un parquet de s'adjoindre des bailleurs de fonds intéressés. D'après cette loi l'office public reste exclusivement personnel au titulaire, mais l'exploitation de l'élément commercial seul, peut être mis en société. Le titulaire toutefois doit rester propriétaire du quart au moins de la somme représentant le prix de l'office et le montant du cautionnement. Les bailleurs de fonds ne sont responsables que jusqu'à concurrence de leur apport, mais ils le sont même des actes délictueux commis par le titulaire dans l'exercice de ses fonctions. (*Arrêt de la cour de Lyon*, 4 mai 1881, D. 82, 2, 217).

de pouvoir; chaque agent ne peut avoir que des fondés de pouvoir agréés par la chambre syndicale. Près des Bourses pourvues d'un parquet, les agents peuvent avoir en outre des commis principaux prenant part aux négociations (1); le nombre en est fixé par les règlements particuliers à six pour Paris (2), deux pour Lyon, il ne peut y en avoir qu'un seul par charge à Bordeaux et à Lille. Ils doivent être Français, avoir vingt-cinq ans accomplis, et justifier de leur honorabilité (3). La chambre syndicale statue sur leur admission, elle peut prononcer leur suspension [et leur révocation. La liste en est affichée dans l'intérieur de la Bourse et dans le cabinet des agents de change. Il est interdit à l'agent de céder contre espèces les emplois des commis principaux (4). Les commis n'ont pas d'autres bureaux et d'autres livres que ceux de leur patron; leur carnet est dépouillé chaque jour dans les bureaux de l'office auquel ils sont attachés; ils ne peuvent faire aucune opération pour leur compte (5).

(1) C'est seulement depuis le décret d'octobre 1890, art. 35, que les agents près des bourses de province pourvues d'un parquet peuvent avoir des commis. Le décret du 13 octobre 1859, art. 1^{er} avait depuis longtemps déjà permis aux agents de Paris de s'adjoindre un ou deux commis principaux.

(2) Depuis le *décret* du 29 juin 1898, auparavant le nombre était fixé à quatre.

(3) *Décret* du 7 octobre 1890, art. 35 et 36, et règlement particulier 1891, art. 22.

(4) *Décret* du 7 octobre 90. art. 36 et 37.

(5) *Décret* du 13 octobre 1859, art. 2. (*Arrêté* de la chambre syndicale, 24 octobre 1859, art. 9. *Décret*, 7 octobre 1890, art. 35). L'article 5 de l'*arrêté* du 24 octobre 1859 astreignait le commis à verser entre les mains du patron à titre de garantie une somme qui ne

Telles sont, rapidement esquissées, les mesures prises par les lois, décrets et règlements, pour que les agents de change et leurs auxiliaires puissent présenter au public toute garantie au point de vue de la nationalité, de l'honorabilité et de la capacité, et pour que, dans le cas où une défaillance individuelle viendrait à se produire, il y eût une autorité compétente et respectée qui pût rapidement faire cesser le désordre. Voyons maintenant dans quelles conditions et sous l'empire de quelles obligations doit fonctionner un personnel ainsi recruté.

pouvait être inférieure à cent mille francs. Cette disposition passée sous silence par le *décret* de 1890 et le règlement de 1891 est tombée en désuétude.

CHAPITRE III

DU FONCTIONNEMENT DE LA COMPAGNIE DES AGENTS DE CHANGE. — SES AVANTAGES

I. — Obligations de l'Agent de change

Véritable héritier de la tradition française, l'agent de change dans l'exercice de ses fonctions est soumis à une multitude d'obligations, lentement codifiées au moyen-âge et sous l'ancien régime, perfectionnées peu à peu durant le cours des siècles suivant les exigences des situations. Ainsi que nous l'avons vu dès le ^{xv}^e siècle, le marché français était organisé suivant un certain nombre de principes généraux qui servent encore de base à l'organisation des agents de change. Le principe de l'unité de temps et de lieu est toujours maintenu, et dès l'origine de la constitution des agents

de change, interdiction leur est faite sous peine de destitution de s'assembler pour négocier ailleurs qu'à la Bourse et à d'autres heures que celles fixées par le règlement (1); il en est de même du principe d'après lequel toute opération pour son compte est interdite à l'intermédiaire : « Un agent de change qui fait des opérations pour son compte affaiblit les garanties qu'il est tenu de présenter, car il ne conserve pas le caractère de neutralité absolue entre les contractants qui l'emploient, il se rend partie intéressée dans les opérations qui doivent lui rester étrangères ; il trahit la confiance publique, car de mandataire il devient concurrent et, concurrent d'autant plus dangereux, qu'il opère connaissant parfaitement les intentions secrètes de ses commettants trompés par son caractère officiel (2).

Aussi le Code de commerce décide-t-il : « Les agents de change ne pourront faire sous aucun prétexte des opérations de commerce ou de bourse pour leur compte (3) ». « Si les agents avaient été autorisés à se livrer à des opérations d'achat ou de vente pour leur propre compte, ils eussent été exposés à la tentation de faire la contre-partie des ordres qu'ils reçoivent ; ils eussent pu ainsi jouer contre leurs clients, le marché

(1) Arrêté du 21 prairial, an X, art. 3.

(2) LACRÉ, Esprit du Code de Commerce.

(3) Art. 85. *Code de com.* reproduisant l'arrêté du 27 prairial an X art. 23. Il est évident que malgré cette prohibition l'agent peut faire des opérations constituant un simple placement de son patrimoine personnel. Cass. 20 juin 1843. D. 43, 119. BÉDARRIDE. *Bourses de com.* n° 416. BOZÉRIAN. *La Bourse et ses opérateurs.* n° 204.

eut perdu ainsi une garantie inestimable : l'impartialité avec laquelle les cours des valeurs sont constatés (1).

Grâce à l'obligation faite aux agents de change de ne s'assembler pour négocier, que pendant les heures de bourse les ordres d'achat et les ordres de vente, mis en contact les uns avec les autres ne demeurent pas éparpillés, mais sont concentrés de façon à rendre le mouvement exact de l'offre et de la demande. La cote des valeurs mobilières ne peut plus dépendre d'un ordre isolé, qui faute d'une contre-partie immédiate, aurait suffi pour déprécier un capital considérable ou pour créer une plus-value absolument factice. Grâce ensuite à l'obligation de ne jamais faire la contre-partie de ses clients, l'agent resté neutre entre l'offre et la demande n'exerce sur les cours aucune influence personnelle. La conséquence de ces deux obligations, c'est que la cote est le reflet exact de la situation du marché. De plus, le cours, résultant des négociations de la place, des ordres des acheteurs et des vendeurs, est sous le contrôle permanent de tous les agents de change. « L'agent de change qui offre, doit dire à quel prix il offre ; l'agent de change qui demande, doit dire à quel prix il demande, et lorsqu'un cours a été coté, chaque agent a le droit de demander par qui, et avec qui, il a été fait (2). »

(1) *Le privilège des agents de change et l'organisation du marché financier français*, p. 12.

(2) *Règlement intérieur de Paris*, 1891, art. 60.

II. — Obligations qui incombent aux Agents en leur qualité
d'officiers publics.

En leur qualité d'officiers publics, les agents de change sont tenus de prêter leur ministère toutes les fois qu'ils en sont requis, sauf quand la loi leur fait un devoir de refuser leur concours. C'est ainsi qu'ils ne doivent pas négocier des titres non timbrés (1), des promesses d'actions (2) ou des titres inaliénables (3), ni servir d'in-

(1) *Loi* du 5 juin 1850, art. 19, sous peine d'une amende égale au 10 % du montant de l'action.

(2) Faite d'abord par les lois du 15 juillet 1845, art. 13, du 10 juin 1853, art. 2, concernant les promesses d'actions dans les compagnies de chemin de fer, cette défense fut occasionnée par l'agiotage scandaleux auquel donnaient lieu les récépissés de souscription qui faisaient prime et se vendaient plusieurs fois avant que les sociétés fussent autorisées. Cette défense fut étendue par la loi du 17 juillet 1856, art. 12, aux promesses d'actions des sociétés en commandite et généralisée par la loi du 24 juil. 1867, art. 14 et 45. Ces articles défendent la négociation des titres émis par les sociétés qui se sont constituées sans se conformer aux formalités prescrites par la loi ou dont le versement du quart n'a pas été effectué. Ne sont pas négociables pendant un certain délai, les actions d'apport. Ces dernières doivent en effet être timbrées et rester attachées à la souche pendant deux ans, loi du 1^{er} août 1893, art. 2.

(3) C'est ainsi qu'ils ne peuvent faire le transfert de titres inaliénables comme les inscriptions des rentes sur l'Etat offertes à des majorats, (Décret du 1^{er} mai 1808, art. 40), comme les rentes inscrites au nom d'une femme mariée sous le régime dotal, ou bien encore comme celles appartenant à des établissements publics n'ayant pas l'autorisation pour aliéner leur patrimoine, (Ordonnance du 2 avril 1817, 29 avril 1831).

termédiaires à des faillis (1), etc. Cette obligation de ne jamais laisser se fermer le marché a la plus grande importance surtout en temps de crise. Car alors il est indispensable de laisser au public la facilité de mobiliser son portefeuille, de se créer des ressources parfois urgentes, et de permettre aux capitalistes et aux épargnistes de profiter des bas cours pour faire des achats, et enrayer ainsi la baisse dans la mesure du possible.

Toujours en leur qualité d'officiers ministériels les agents de change sont tenus de garder le secret professionnel, sans préjudice du droit d'investigation de la chambre syndicale (2), ou de l'obligation de répondre aux renseignements demandés par la justice (3), à moins

(1) *Loi* du 8 mars 1791. *Arrêté* du 27 prairial an X, art. 18.

(2) La chambre syndicale ne peut exercer son droit d'investigation que sous le sceau du secret professionnel. Décret 7 octobre 1890, art. 40.

(3) La jurisprudence reconnaît que l'inviolabilité du secret professionnel imposée à l'agent de change est simplement relative, et doit cesser lorsqu'il résulte du contrat auquel celui-ci a servi d'intermédiaire, un principe d'action au profit d'un des contractants. C'est ainsi que la Cour de cassation (8 août 1882, D, 83, I, 241) a reconnu que l'agent de change pouvait être tenu de faire connaître les noms des acheteurs pour permettre au vendeur d'exercer son action en garantie. Voir sur ce sujet, note de LYON-CAEN sous arrêt de la cour de Lyon, S, 83, 2, 193, et Orléans, 1^{er} mars 1884, *Journal des val. mob.* 1884 p. 150 et 450. Mais il est bien évident que c'est la seule décision judiciaire, après appréciation des faits par le tribunal, qui peut délier les agents de l'obligation du secret. Trib. com. Seine, 8 mai 1884. *Journal des val. mob.* 1884 p. 285.

L'arrêt du conseil du 24 septembre 1724 avait donné comme sanction générale à la violation du secret la destitution de l'agent et trois mille livres d'amende. L'arrêté du 27 prairial an X, art. 19 et l'art. 40 du décret de 1890 ont renouvelé l'obligation sans rappeler la pénalité, celle-ci se trouve donc implicitement abrogée.

que leur client ne les ait relevés du secret, ou que la nature de l'opération ne l'exige (1).

Les règles relatives aux responsabilités qui incombent à l'agent de change découlent, soit du droit commun sur le mandat, d'après lequel ils sont responsables des fautes et des négligences pouvant préjudicier à leurs clients (2), soit des règlements spéciaux destinés à sanctionner les obligations qui leur sont imposées dans l'intérêt public. C'est ainsi que l'art. 48 du décret d'octobre 1890 leur impose de délivrer un autre titre dans les trois jours, à partir de la réclamation, s'il leur est arrivé de livrer à leurs clients un titre amorti irrégulier ou frappé d'opposition. C'est ainsi encore, qu'en vertu des art. 14 et 15 de l'arrêté du 27 prairial, an X, ils sont responsables de la validité des transferts en ce qui concerne l'identité du propriétaire, la vérité de sa signature et des pièces produites (3).

(1) *Arrêté*, 27 prairial, an X, art. 19.

(2) Comme, par exemple, s'ils n'exécutent les ordres reçus qu'avec un retard préjudiciable à leur client. (Cass., 6 mars 1848, D. 48, I. 158. — Trib. com. Nantes, 29 juin 1859, D. 59, 3, 71.

(3) Lorsqu'il s'agit de transferts de rentes, l'action en responsabilité se prescrit par cinq ans. (*Arrêté*, 27 prairial, an X, art. 15 et 16). Dans les autres cas, faute d'un texte spécial, la prescription de droit commun s'applique.

III. — De la solidarité de fait entre agents.

Malgré les garanties que présentent au public les agents de change, à la suite des conditions exigées pour leur recrutement et de la réglementation sévère à laquelle ils sont astreints, des défaillances individuelles (1) n'ont pu manquer de se produire. Tantôt ces désastres sont dûs à ce que l'agent n'a pas respecté les règlements, et notamment la prohibition de faire des opérations de Bourse pour son compte; tantôt ils proviennent des excès de la spéculation. Ainsi, par exemple, grâce aux manœuvres de l'agiotage, les cours inscrits à la cote se trouvaient démesurément enflés, puis, à la suite d'une commotion politique, d'un coup de Bourse, d'un resserrement de l'argent, les spéculateurs ne pouvant trouver à se faire reporter, se voient exécutés, une baisse subite se produit, une partie des acheteurs ne peut remplir ses engagements, et l'agent de

(3) Ces défaillances sont bien moins nombreuses que ne le prétendent les adversaires des agents de change. « Enumérer, dit M. Boudon, les erreurs et les fautes imputables en tout un siècle à cinq ou six générations d'agents, c'est attester leur rareté; c'est rappeler qu'en cette carrière de la Bourse, si difficile, si dangereuse, semée de tant d'écueils, où au coefficient normal des imprudences personnelles s'ajoutent tant de causes extérieures d'échec, des centaines d'individus se sont succédés sans qu'on puisse relever à la charge de la corporation tout entière autre chose que quelques défaillances isolées. » BOUDON, *op. cit.*, p. 355.

change, qui n'a réclamé qu'une couverture insuffisante, se voit entraîné dans leur chute.

Mais comme dans une corporation les fautes individuelles rejaillissent sur la collectivité tout entière, il est de l'intérêt de tous les agents d'éviter le dommage moral résultant, pour la compagnie, de la défaillance d'un seul d'entre eux et, en réalité, ils l'ont évité en déclarant entre eux une solidarité qui n'a été pendant longtemps qu'une simple solidarité de fait.

Examinons quelle est, avec le système actuel du petit nombre des charges et de la solidarité, la couverture de la place de Paris, avant l'absorption de laquelle le marché ne saurait être en péril :

1° 60 charges, 2 millions et demi en moyenne.....	150 millions.
2° Réserves constituées.....	20 —
3° Fonds communs.....	12 —
4° Fortune personnelle des titulaires.....	30 —
Total.....	212 millions.

Joignez à ces 200 millions, 100 autres millions au moins que le parquet peut emprunter en cas de crise, comme il l'a fait en 1882, et vous trouverez pour le marché de Paris un fonds de garantie de plus de 300 millions. Il faut remarquer, en outre, que sur les 2 millions et demi que représente chaque charge et qui se décomposent ainsi 1.600.000 fr. prix de la charge, 250.000 fr. cautionnement, et le reste fonds de roulement, le titulaire n'a à sa disposition ni le prix de la charge ni le cautionnement, il ne peut donc faire de pertes importantes sans recourir à des expédients de nature à attirer l'attention

de la chambre syndicale et de ses collègues. Ceux-ci en cas de défaillance du titulaire sont couverts de leur perte jusqu'à concurrence de près de 2 millions par le successeur qui achète l'office et apporte un capital nouveau. C'est seulement après que cette ressource est épuisée qu'il est nécessaire d'avoir recours à la réserve et au fond commun.

C'est grâce à cette forte situation et à cette solidarité que le parquet de Paris a pu désintéresser tous les créanciers pour faits de charge des agents défaillants. « Depuis 1817 jusqu'en 1846 (1), dans l'espace de trente ans, dit M. Larrabure, le public qui a traité à la Bourse de Paris, a éprouvé pour faits de charge, une perte d'environ 815.000 fr.; depuis 1846 jusqu'à nos jours (1862), c'est-à-dire dans une période de dix-sept années bien tumultueuses, aucun créancier pour faits de charges n'a eu de pertes à subir (2). » Et l'on pourrait répéter pour la période qui s'étend de 1862 jusqu'en 1898, ce que M. Larrabure disait de la période des dix-sept années antérieures à 1862.

Non seulement la place de Paris a pu éviter ainsi les désastres individuels, mais traverser sans encombre les crises de spéculation les plus intenses (3). Je ne veux

(1) C'est à partir de 1850 que la chambre syndicale de Paris semble avoir accepté comme un principe absolu, la solidarité de fait. C'est aussi de cette époque que date pour la compagnie une transformation dont nous aurons à nous occuper plus loin.

(2) Rapport de M. LARRABURE sur le projet de loi permettant les associations ayant pour objet l'exploitation des charges d'agents de change, 1862.

(3) LEROY-BEAULIEU, *Economiste Français*, 23 janvier 1897.

citer qu'un exemple celui qui m'est fourni par le krach de 1882, krach provoqué par l'effondrement de l'*Union générale*. En raison de la baisse énorme qui atteignit toutes les valeurs de la cote, la plus grande partie de la clientèle des agents de change se trouva dans l'impossibilité de faire face à ses engagements. Les différences à payer atteignirent à la liquidation du 15 janvier 65 millions, à celle du 31, 175 millions, et tout devait être payé aux échéances ordinaires de la liquidation sans quoi un désastre menaçait le crédit du pays tout entier. Dans cette situation, la compagnie des agents de change décida de fournir à chacun de ses membres, des ressources suffisantes pour faire face aux échéances de la liquidation. Elle emprunte dans ce but, avec la garantie de la compagnie toute entière 80 millions, et même « avant de faire cet emprunt, les agents de change avaient déjà sur leurs charges, sur leurs réserves, sur les fonds communs de la compagnie, et même sur leur fortune personnelle avancé des sommes qui se sont élevées à plus de 200 millions (1) ». La situation était sauvée, les clients purent prendre des engagements et liquider peu à peu leurs positions.

L'emprunt fut remboursé dès le mois d'octobre 1882, bien que les rentrées des clients défaillants eussent été loin d'atteindre cette somme. Il restait un découvert de 18 millions que la Chambre syndicale combla en demandant à chaque agent de change un versement de 300.000 francs. Pour augmenter les recettes de la

(1) COCHERY, *Chambre des députés*, séance du 9 mars 1898.

caisse commune, la chambre syndicale doubla, à cette époque, le prix des bordereaux que les agents de change se remettent entre eux pour constater les opérations. La chambre syndicale put ainsi rembourser successivement à chaque agent de change une somme de 250.000 francs. Quant aux derniers 50.000, elle leur en restitue le montant en 1889 par une remise de bordereaux et d'engagements de même valeur (1).

Dans sa séance du 9 mars 1898, la Chambre a adopté un amendement de M. Viviani ainsi conçu : « Les agents de change sont solidairement responsables à raison de tous les faits de charge et des condamnations civiles et commerciales prononcées contre l'un d'eux ». C'était une double extension de la solidarité telle qu'elle avait fonctionné jusqu'alors. D'abord, cette solidarité s'appliquait aussi bien aux agents de change de province qu'à ceux de Paris, sauf dans des cas exceptionnels comme, par exemple, à Lyon, lors du krach de 1882. Jamais les agents de province n'avaient consenti à se déclarer solidaires les uns des autres. Une seconde innovation de l'amendement Viviani, c'est que la solidarité devait s'appliquer même aux opérations irrégu-

(1) Les adversaires du monopole des agents de change, voulant prouver qu'entre ces derniers il n'y a pas de solidarité de fait, citent constamment l'effondrement du parquet de Lyon, en 1882. Ils ignorent ou semblent ignorer les efforts que la compagnie a fait pour désintéresser ses créanciers. Suivant son engagement, en effet, elle a créé 110.000 bons ayant une valeur nominale de 500 fr. ne produisant aucun intérêt, remboursables par voie de soumissions cachetées ou par tirage au sort. Pour faire face à cet engagement, la Compagnie aura été obligée d'abandonner, durant 25 ans, 30 % du courtage brut perçu par chaque agent.

lières, même aux condamnations prononcées à propos de ces opérations irrégulières. De plus, la solidarité des agents était absolue, sans limite aucune, et ainsi, ces derniers répondaient les uns des autres jusqu'à concurrence, non seulement du prix de leur charge, du montant de leur cautionnement et du fonds commun, mais encore de leur fortune personnelle. Le Sénat, dans sa séance du 4 avril 1898, refusa de suivre la Chambre dans la voie où elle s'était engagée, et repoussa l'amendement Viviani.

IV. — De la solidarité légale entre Agents

Les décrets du 29 juin 1898, préparés par M. Cochery, à la suite du vote par les Chambres de l'amendement Fleury-Ravarin établissent entre les agents de change de Paris (1) une solidarité de droit. Cette solidarité de droit présente avec la solidarité de fait antérieure une grande analogie. Comme cette dernière, elle n'existe que « dans la limite de la valeur totale des offices de la compagnie, calculée d'après les dernières cessions, du fonds commun et du montant du cautionnement (2) », et ne s'étend pas aux actes irréguliers commis par l'agent. Pourtant entre les deux, il existe une différence : Au lieu de s'appliquer à tous les faits de charge

(1) Le décret déclare qu'il n'y a solidarité légale que dans les Bourses comportant plus de quarante agents, Paris seul se trouve dans ce cas.

(2) Art. 55, décret, octobre 1890, modifié par décret du 29 juin 1898.

la solidarité prévue par le décret de 1898 n'existe que dans le cas où des marchés n'ont pas été exécutés. Il n'y aura donc pas lieu à solidarité, par exemple, lorsqu'un agent sera poursuivi à raison de la responsabilité qu'il a encourue à la suite de la nullité d'un transfert (1). La Chambre syndicale des agents de change de Paris a déclaré que malgré cette restriction elle donnerait à la solidarité la même ampleur qu'autrefois (2).

L'avantage résultant pour la solidité du marché de la solidarité que les agents n'ont jamais hésité à reconnaître, est de tous les avantages procurés par l'institution des agents de change celui qui a le plus frappé les esprits. Pour beaucoup la véritable raison d'être des agents de change, c'est de former un puissant rouage du crédit public : « Par leur solidarité de fait, sinon tout à fait de droit, dit M. Aynard, les agents de change donnent au

(1) Il en serait de même dans le cas suivant. Un agent de change reçoit un ordre par l'intermédiaire d'un correspondant. Sur la foi du correspondant et sans avoir entre les mains les titres, qui ne sont transmis que quelques jours après, l'agent exécute l'ordre et donne avis de l'opération à celui qui a transmis l'ordre, en ajoutant que le montant en est porté au compte courant de ce dernier. Le correspondant tombe alors en déconfiture, sans avoir tenu compte au client de la vente des titres qui lui ont été remis. D'après une jurisprudence constante, le client pourra s'adresser à l'agent et lui réclamer le produit de la vente, si son correspondant n'agissait que comme intermédiaire pour un titre nominatif. Dans ce cas en effet ce n'est pas à la suite de l'inexécution d'un marché que l'agent est poursuivi.

(2) La légalité de la solidarité imposée aux agents par le décret de 1898 a été fortement contestée. Un décret, dit-on, ne peut déroger au principe absolu de notre droit : « On ne s'engage que pour soi » et l'article 1202 décide que la solidarité ne peut résulter que de la loi ou d'une stipulation expresse des parties.

marché régulateur de Paris une sécurité incontestable aux transactions de Bourse. Dans l'ordre économique, les agents de change ne sont au fond que des banquiers ayant le privilège de certaines transactions et devant racheter ce privilège par des garanties exceptionnelles offertes au public. Le jour où ces garanties manqueraient, le privilège aurait vécu (1) ».

Dans la séance de la Chambre des députés du 8 mars 1898, M. Cochery résumait ainsi les garanties que présentait le recrutement actuel des agents de change : « Aujourd'hui les agents de change sont des officiers ministériels. Ils doivent obtenir d'une chambre syndicale l'autorisation d'acheter des charges de leurs prédécesseurs. Leur nomination n'est officielle qu'après un avis favorable du gouvernement auquel ont été communiqués au préalable les actes de société. Le choix des titulaires nouveaux est fait parmi de nombreux concurrents. Leur solvabilité résulte du fait même qu'ils sont obligés d'acheter une charge à un prix très élevé et de réunir un capital de deux millions cinq cent mille francs en moyenne. Les commanditaires, enfin, qu'ils sont obligés de prendre, sont sous le contrôle du gouvernement. »

Devenus agents de change, ils sont tenus à l'observation stricte de règlements rigoureux. La chambre syndicale de la compagnie exerce sur eux la surveillance la plus étroite et la plus effective. Grâce enfin à toutes ces garanties de recrutement, de réglementation et de

(1) *Compte rendu des rapports présentés à la Société d'Economie politique de Lyon. Séance du 14 décembre 1888.*

surveillance, il a été possible d'établir entre tous les agents de la Bourse de Paris une solidarité de fait, que le décret du 29 juin 1898 a transformé en solidarité légale.

CHAPITRE IV

DU FONCTIONNEMENT DE LA COMPAGNIE DES AGENTS DE CHANGE. — LES INCONVÉNIENTS.

I. — De la limitation stricte du nombre des Agents

En face de ces avantages si précieux, la Compagnie des agents de change présente un certain nombre d'inconvénients, qui sont la contre-partie nécessaire des avantages procurés. En effet, la limitation du nombre des agents diminue dans de très fortes proportions la concurrence existant entre eux, alors que celle-ci renfermée dans de justes limites est si féconde en initiative. La réglementation imposée aux agents et destinée soit à protéger leur qualité d'officiers ministériels, soit à assurer au marché plus de sécurité, aux cours plus de vérité, interdit à ces intermédiaires officiels un certain nombre d'opérations pourtant nécessaires. Craignant enfin, de voir la solidarité entre agents devenir trop onéreuse, la chambre syndicale, surenchérissant sur les

règlements imposés par la loi, renferme dans des limites plus étroites encore l'activité déjà restreinte des agents de change.

Si la profession d'agent de change au lieu d'être l'apanage d'un si petit nombre d'individus eut été plus accessible, l'énergie et l'ambition des agents sans cesse en éveil, nous eut valu maints perfectionnements que seule la concurrence de la coulisse nous a procurés.

C'est en effet la concurrence de la coulisse qui a provoqué les réductions de courtage consenties par la chambre syndicale des agents de change en 1859, en 1874, en 1885 et en 1898, et l'abaissement du prix du bordereau de 1 fr. 50 à 1 fr. puis à 0 fr. 50 (1). « Le parquet, dit M. Vidal, avait reproché aux coulissiers de pratiquer des opérations dont 25 et dont 10 centimes, et des primes dont 5 fr. sur les chemins. Après le procès de 1859, les agents de change se mirent à pratiquer des opérations dont 25 et dont 10 centimes sur la rente, dont 5 fr. sur les chemins » (2). Le système des liquidations de quinzaine adopté par les agents de change obligeait les spéculateurs à liquider trop souvent leurs opérations, ce qui était un inconvénient pour les valeurs de grande spéculation comme la rente et les chemins français ; pour ces valeurs le parquet suivit l'exemple de la coulisse qui n'admet que la liquidation mensuelle. Considérant le report comme un achat au comptant

(1) Le dernier abaissement a été opéré par le décret du 29 juin 1898.

(2) VIDAL. *Le monopole des agents de change et le marché financier*. p. 14.

suivi d'une vente à terme, le parquet prélevait sur cette opération un courtage ordinaire ; à l'imitation de ce qui se passait sur le marché de la coulisse, le décret du 29 juin 1898 décide que les courtages de report se traiteront désormais « en pour cent (1) ». Inutile de multiplier davantage les exemples. C'est ainsi que la concurrence de la coulisse et du parquet a procuré au public des avantages qu'il n'avait pu obtenir des agents de change forts de leur monopole et de la limitation de leur nombre.

II. — Interdiction d'avoir des correspondants à l'étranger.

Pour garantir la dignité des agents de change contre les compromissions où les marchandages, le décret du 1^{er} octobre 1862 leur a interdit d'entretenir sur une autre place que celle où ils exercent, soit en France, soit à l'étranger, des délégués chargés de les représenter et de leur transmettre des ordres. Quelles ont été les conséquences de cette mesure ? Le marché de Paris est un grand marché international ; il s'y fait des arbitrages sur toutes les grandes valeurs européennes ; les capitalistes français possèdent 20 milliards de valeurs étrangères (2) ; il faut donc qu'il y ait en France un

(1) Le décret fixe à 1 fr. 25 %, l'an du montant de la valeur reportée, le taux du courtage des reports sur les valeurs.

(2) NEYMARK. *Une nouvelle évaluation du capital et du revenu des valeurs mobilières en France.*

marché en communication constante avec l'étranger, et où les peuples qui sont nos débiteurs puissent facilement faire, soit des achats, soit des ventes. Comme nos agents ne peuvent avoir des correspondants français à l'étranger et que, d'autre part, pour faire des affaires avec l'extérieur il faut se mettre en contact avec lui, il est arrivé que ce sont les étrangers qui ont envoyé des correspondants en France, et ces correspondants n'ont pas tardé à avoir le monopole des relations avec leurs pays réciproques. Les coulissiers français, à leur tour, ont pris des correspondants à l'étranger, les ont intéressés aux succès de leurs opérations, en ont fait des commanditaires.

L'interdiction faite au parquet d'entretenir des délégués à l'étranger, a donc eu non seulement comme conséquence d'être une des causes grâce auxquelles la coulisse est devenue l'organe des relations internationales, mais encore elle a puissamment contribué à peupler la coulisse de titulaires et de commanditaires cosmopolites et naturalisés interlopes (1).

III. — De la Défense faite aux Agents de spéculer pour leur propre compte.

Une des obligations fondamentales imposée aux agents de change, est l'interdiction de faire des opérations pour leur propre compte. Que cette obligation

(1) Voir Félix FAURE. *Discours à la Chambre des députés*, 24 février 1893.

disparaisse et aussitôt les cours perdent une des causes les plus puissantes de leur sincérité ! Eh bien cette interdiction si sage, indispensable même, va rendre la coulisse nécessaire. « La coulisse, disent en effet les agents de change, rend de grands services aux banquiers pour leurs arbitrages en leur prenant, ou en leur vendant ferme, des quantités de titres, que le coulissier repasse ou rachète ensuite sur le marché au mieux de ses intérêts. Pour ces sortes d'opérations si le banquier n'avait à sa disposition que les agents de change, il mettrait un temps plus long à les effectuer, car l'agent de change n'opérant jamais pour lui-même, ne peut acheter ou vendre que s'il trouve immédiatement sur le marché la contre-partie de l'opération. Au contraire, le coulissier, opérant pour son propre compte, et se trouvant libre de ses mouvements, peut préparer le terrain de l'opération par des arbitrages à l'extérieur, par des circulaires à l'intérieur, etc.... et attendre le moment propice pour la réaliser avec bénéfice. L'agent de change, enfermé dans ses règlements ne peut prêter le même concours au banquier (1) ».

IV. — De la lourde responsabilité qui pèse sur les agents.

Il n'est pas jusqu'à cette solidarité, cause de la sécurité presque absolue du marché de Paris, raison maîtresse aux yeux de beaucoup du maintien des agents

(1) Note présentée par la chambre syndicale des agents de change de Paris, sur les conséquences éventuelles de l'impôt sur les opérations de Bourse, p. 11.

de change qui n'ait, elle aussi, entraîné la nécessité d'une autre catégorie d'intermédiaires (1). Craignant en effet de voir la responsabilité résultant de cette solidarité devenir trop lourde, la chambre syndicale a enserré l'agent dans une réglementation minutieuse et interdit toute une catégorie d'opérations, les opérations directes, parce qu'elles échappent à la surveillance de la chambre syndicale au jour de la liquidation. C'est aussi à cette préoccupation que nous devons en partie au moins, la création de deux catégories de valeurs, les valeurs qui sont admises à la cote et celles qui ne le sont pas.

L'article 76 du Code de commerce donne à l'agent de change le privilège de négocier toutes les valeurs, cotées ou susceptibles d'être cotées. A mesure qu'un agent négociait une nouvelle valeur, il l'inscrivait à la cote officielle de sa propre autorité. Quant au devoir de ne coter que les valeurs susceptibles de cote, c'était un devoir des plus simples à remplir ; il n'obligeait à approfondir aucune question de droit, et comportait seulement l'examen des conditions apparentes de régularité du titre. S'il s'agit d'une action, est-elle libérée de la quotité dont la loi exige qu'elle le soit ? A-t-elle été émise au moins au prix au-dessous duquel la loi ne permet pas de descendre ? etc. Telles étaient les questions que devaient résoudre l'agent qui négociait pour la première fois un titre. La vérification à laquelle l'agent devait se livrer ne présente qu'une difficulté bien inférieure à celle des transferts avec remplois dotaux ou autres complications contentieuses.

(1) Sur les inconvénients que peut présenter la solidarité légale, voir LEROY-BEAULIEU, *Economiste Français*, 2 juillet 1898.

Jusqu'en 1850, les agents se sont strictement conformés à l'article 76 du code de commerce. L'inscription à la cote était un droit individuel et absolu de tout agent qui avait à faire authentifier un cours (1).

Mais vers cette époque s'opère une transformation dans la compagnie des agents de change. La chambre syndicale reconnaît entre agents une solidarité de fait, pour tout ce qui est qualifié faits de charge. Le bulletin de la cote arrive à être suffisamment encombré pour qu'on redoute de se trouver promptement dans l'impossibilité matérielle de l'accroître indéfiniment. La chambre syndicale se refuse alors à négocier indifféremment toutes les valeurs ; on fit parmi elles une sélection, sélection donnant l'idée d'une sorte de recommandation, d'une sorte d'appréciation (2). De cette cote ainsi émon-

(1) *Journal des Intérêts matériels*, LAVELEYE, p. 2193 et suiv. 1897, t. 2. Le règlement particulier des agents de change de 1832 ne parle pas de l'admission à la cote. La Cour de cassation dans son arrêt du 7 décembre 1853, D. 1854, I, 128, décide que le ministère de l'agent est obligatoire non seulement pour les valeurs inscrites à la cote, mais encore pour toutes celles qui sont susceptibles d'être inscrites, c'est-à-dire dont la *cotation* n'est pas interdite par une loi.

(2) CAMILLE LYON, et Georges TEISSIER. *Les opérations de Bourse et l'impôt du timbre*.

L'évolution ne s'est faite que lentement : Devant le nombre des valeurs négociables, les agents craignant la responsabilité qu'ils pouvaient encourir en acceptant ou refusant de négocier une valeur nouvelle, l'ont reportée sur leur chambre syndicale. Celle-ci organisa alors ce qu'on a appelé le rez-de-chaussée de la cote, ou l'on inscrivait les valeurs nouvelles. Puis, lorsqu'aucune objection ne s'élevait contre leur cotation officielle, la chambre syndicale les admettait à la cote officielle. Il y avait donc un choix, mais les valeurs repoussées étaient cependant négociées. En 1866,

dée, furent repoussées toutes les valeurs donnant lieu à des transactions peu nombreuses, toutes celles qui semblaient peu sérieuses, pouvaient entraîner pour les agents la crainte d'avoir à payer un jour des différences à la place de leurs clients défaillants. Et puis, comme l'arbitraire qui devait nécessairement présider au choix de la compagnie, pouvait entraîner des responsabilités, la chambre syndicale essaye de couvrir ses décisions de l'autorité ministérielle.

C'est le règlement intérieur du 24 juillet 1870 qui le premier consacre cette innovation de la chambre syndicale des agents de change de Paris.

Article 155. La chambre syndicale, sous l'autorité du ministre des finances, a tout pouvoir pour accorder, refuser, suspendre ou interdire la négociation d'une valeur autre que les fonds d'état français à la Bourse de Paris, soit au comptant, soit à terme. Elle se fait remettre à cet effet, toutes les pièces justificatives et renseignements qu'elle juge nécessaires.

Article 156. Lorsqu'il est reconnu par la chambre syndicale, que la cote d'une valeur est recommandée par l'intérêt général, elle peut d'office prononcer son admission au comptant et à terme. Elle peut refuser la radiation d'une valeur déjà inscrite à la cote.

Ces dispositions n'avaient aucune valeur légale, puisqu'elles n'étaient pas revêtues de la sanction gouvernementale exigée par l'art. 22 de l'arrêté du 27 prairial an X, et l'art. 6 de l'ordonnance du 29 mai 1816. Malgré

M. Fould, ministre des Finances, ordonna de supprimer le rez-de-chaussée, et, pour la première fois, le *Bulletin* du 19 février 1866 ne contient que la cote officielle.

cela, l'effet d'une pratique constante fut tel que, en dépit de l'illégalité de la mesure, la *cotation* (1) est soumise à une enquête préalable, dont le règlement d'ordre intérieur ne précise ni la portée, ni le but. On introduit de vagues conditions d'admissibilité, mais la chambre syndicale reste seule maîtresse de ses décisions sans appel (2). Le Ministre des finances se refusait en effet, et avec raison, d'intervenir dans l'appréciation d'un acte qui ne relève en rien de son autorité, et d'engager ainsi sa responsabilité.

Le gouvernement ne s'est rallié à ce régime de l'autorisation préalable qu'en ce qui concerne les valeurs étrangères. Et chose singulière, il est arrivé que la chambre syndicale de Paris, si désireuse pourtant, de se couvrir de l'autorisation ministérielle, s'est laissée aller une fois à négliger cette demande d'autorisation, précisément dans le seul cas où, grâce à ses incessantes sollicitations, le gouvernement en avait établi exceptionnellement la règle, celui de l'admission à la cote d'une valeur étrangère (3).

La chambre syndicale avait admis à la cote, l'obligation

(1) Ce mot quoique inconnu dans le *Dictionnaire* de l'Académie est fréquemment employé à la Bourse, et ne peut être remplacé par aucun synonyme.

(2) LAVELEYE, *op. cit.* 2194.

(3) Le *décret* du 22 mai 1858 avait décidé que les titres entièrement libérés de sociétés étrangères peuvent être portés sur les cotes officielles lorsque les sociétés émissionnaires y ont été autorisées par le ministre des finances. Le *décret* du 6 février 1880, art. 1^{er}, a rendu la chambre syndicale maîtresse absolue de la rédaction de la cote des valeurs étrangères. Le ministre n'a pas sur elle l'autorité d'un second degré de juridiction. Il examine à un autre point de vue plus général s'il doit s'opposer à la décision,

du chemin de fer américain, dit *Memphis-Transcontinental*. *Memphis el paso and Pacific*. L'émission de ces obligations ou bons était une duperie, et les obligataires trompés, intentèrent à la chambre syndicale une action en responsabilité. En effet, les bons hypothécaires de la société avaient été portés sur la cote de la Bourse avant que le capital social ait été intégralement versé, contrairement au décret du 22 mai 1858. La chambre syndicale avait négligé de vérifier si cette condition imposée à la négociation des obligations émises par les compagnies des chemins de fer étrangers avait été remplie. La compagnie des agents de change s'est pourvue contre cette décision en se fondant sur ce que le contrôle du ministre des finances concernant la cote des valeurs étrangères devait avoir pour effet de la rendre irresponsable. Mais le pourvoi a été rejeté par la Cour de cassation, par ce motif que, la chambre syndicale avait admis ces bons à la cote sans autorisation du ministre

de la chambre et son silence pendant un délai de 5 jours, suffit pour que cette décision devienne définitive. Cependant un arrêt de la Cour d'Amiens, du 13 juillet 1887 (Voir WALDMANN. *De la profession d'agent de change*, p. 301 et suiv.) fait remarquer qu'il y a une certaine catégorie de valeurs étrangères qui échappent au décret de 1880. Ce sont les valeurs des pays ayant obtenu, par traité avec la France, le traitement de la nation la plus favorisée. En effet, il existe entre la France et la Belgique, un traité du 31 mai 1861, aux termes duquel, les titres émis par les sociétés anonymes de Belgique sont admis à la cote officielle des Bourses de France; toutes les nations ayant obtenu avec la France le traitement de la nation la plus favorisée, (comme par exemple la Suisse dans le traité du 30 juin 1864) pourront donc exiger leur admission à la cote des bourses françaises sur la seule justification de leur admission à la cote de la Bourse du pays d'origine et sans autre examen, à condition toutefois de se soumettre aux lois fiscales françaises.

des finances (1). Et la chambre syndicale fut obligée de subir les conséquences de la violation d'une loi dont elle était l'auteur.

« Depuis cette unique condamnation qui remonte à 1877, la chambre syndicale de Paris tremble à l'apparition de chaque nouvelle valeur. D'autres instances en responsabilité ont été introduites contre elle, mais elle n'a plus jamais été l'objet d'une seule condamnation. Malgré cela, elle n'a cessé de redoubler de précautions, d'accumuler les obstacles autour de la cote. Ce sont des productions d'actes, de documents, de justifications à lasser la patience la mieux armée. Tantôt le titre est refusé, parce qu'il ne circule pas encore en quantité suffisante entre les mains du public, et que sa cote serait une faveur faite à l'émetteur et non au porteur. Tantôt l'obligation d'une compagnie est refusée parce que l'action ne figure pas elle aussi à la cote, ce qui ferme le marché à une quantité de valeurs étrangères pour lesquelles les frais nécessités par la cote ne rendent possible l'introduction en France que des seules obligations. Enfin, il n'est pas de plus ingénieux Protée que la chambre syndicale de Paris, pour dissimuler chaque jour sous une nouvelle forme, la crainte de responsabilité que suscite chez elle toute nouvelle demande d'admission à la cote. Quelle malheureuse innovation pour elle que ce prétendu droit qu'elle s'est arrogé, d'ouvrir et de fermer l'accès de la cote (2) ».

(1) BUCHÈRE, *Traité des opérations de Bourse*, n° 26 et suiv. — Paris 24 juillet 1895, *Gaz. trib.* 1^{er} août 1875. *Cass.* 4 décembre 1877, S. 78, I. 369.

(2) WALDMANN. *Le Marché de la Bourse*, p. 28 et 29.

Peu à peu le droit que la chambre syndicale s'est arrogé est admis par la jurisprudence. C'est d'abord le tribunal civil de Lyon qui reconnaît qu'en principe la chambre syndicale engage sa responsabilité, quand elle ouvre le marché public légèrement, sans avoir examiné suffisamment les conditions de régularité, de fréquence, d'échange et de sécurité que présentent les valeurs nouvellement admises à la cote (1). C'est enfin la Cour de cassation qui consacre par deux arrêts (2) contrairement à la jurisprudence unanime des Cours d'appel (3) que l'élément qui sert à distinguer les valeurs dont la négociation est réservée par privilège aux agents de change et celles dont le marché reste libre, c'est l'admission à la cote officielle prononcée par la chambre syndicale des agents de change. La tendance de la Cour de cassation nous a été indiquée par M. le conseiller Crépon, qui a pris part comme rapporteur aux deux arrêts de 1885 et 1886.

Dans son traité, M. Crépon nous dit, en effet, que la

(1) Trib. civ. de Lyon, 25 Juin 1887. *Moniteur de Lyon*, 5 Juillet 1887. Il s'agissait en l'espèce d'une action en responsabilité formée par les actionnaires de la banque de Lyon et Loire contre les chambres syndicales de Paris et de Lyon. Le Tribunal, après avoir posé le principe indiqué plus haut débouta les actionnaires de leur demande, par des considérations de fait. Il ne paraissait pas que les fautes reprochées aux défendeurs, fussent assez braves pour les rendre responsables de la dépréciation des titres, et il n'était pas prouvé que ces fautes fussent la cause du dommage éprouvé.

(2) *Cass.* 1^{er} Juillet 1885, D, 85, I, 393. *Cass.* 9 mars 1886, D, 1886 I, 266.

(3) Paris 13 novembre 1832, D, 83, 2 81, Lyon 29 novembre 1833. D, 84, 2, 180. Toulouse, 6 Juin 1883, D, 85, 2, 75.

doctrine formulée par la Cour suprême, est la reconnaissance formelle, la consécration de la division du marché financier en deux grandes catégories, le marché officiel ou parquet, et le marché en banque ou coulisse. L'existence de la coulisse, le fonctionnement du marché en banque, sont des faits économiques qui s'imposent, et dont il a fallu que la Cour de cassation tienne compte (1).

Poussés par le désir de ne pas trop allonger la liste des valeurs admises à la cote officielle, les agents de change ont donc repoussé et éliminé un certain nombre de valeurs ne donnant lieu qu'à un très petit nombre de négociations. Peu à peu, la chambre syndicale s'arroge le droit de faire une enquête lors de l'apparition des valeurs, afin de juger si elles sont dignes, à ses yeux, de figurer à la cote. La jurisprudence accepte la théorie de la chambre syndicale, reconnaît que, par son choix cette dernière peut engager sa responsabilité. Effrayés de cette responsabilité, les agents deviennent excessivement sévères pour l'admission des valeurs à la cote, et en refusent un grand nombre. Comme cependant il était de toute nécessité que ces valeurs se négocient, l'existence d'un groupe d'intermédiaires libres s'est imposée. Plus tard, la jurisprudence en a inféré au moyen d'une interprétation inattendue de la formule « susceptibles d'être cotées » « que les agents de change étaient appelés eux-mêmes à tracer, modifier et transformer, à leur gré, les limites du privilège dont ils sont

(1) CRÉPON. *Négociation des effets publics*, p. 74, 81 et suiv.

investis » (1). et a créé ainsi un domaine légal pour les intermédiaires libres.

C'est ainsi que la limitation des agents à un nombre fixe, l'interdiction d'avoir des délégués à l'étranger, la défense imposée aux agents de faire des opérations pour leur propre compte, la lourde responsabilité et la solidarité leur incombant, toutes réglementations et obligations qui sont la sauvegarde du public et constituent la raison d'être de la compagnie des agents de change, entraînent des inconvénients, contre-partie nécessaire des avantages procurés.

Ce sont ces inconvénients qui ont puissamment contribué à la création d'un marché libre concurrent du marché officiel. N'étant pas assujettis à toutes ces entraves, jouissant de la liberté d'allure la plus absolue, les organes du marché libre voient tous les jours s'accroître leur victoire sur les seuls intermédiaires reconnus par la loi. L'importance comparative des deux marchés nous est exactement fournie par le tableau suivant, qui indique les produits de l'impôt sur les opérations de bourse du 1^{er} juin 1893 au 31 décembre 1897. Résultats généraux en millions de francs.

PÉRIODE	Pour les agents de change	Pour les autres assujettis	ENSEMBLE	
1893 (7 derniers mois)	1.445	2.715	4.191	(Pendant la même période, les parquets de province réunis ont donné au fisc 1,707,000 fr., représentant la part leur incombant dans l'impôt sur les opérations de bourse.)
1894	3.359	6.706	10.065	
1895	2.948	6.668	9.636	
1896	1.910	2.890	4.800	
1897	2.096	3.101	5.197	
TOTAUX :	11.759	22.730	33.889	

(1) CAMILLE LYON, et Georges TEISSIER, *op. cit.*

Ce sont donc ces intermédiaires de fait, coulisse, établissements de crédit qui, pendant les cinq dernières années ont fait un chiffre d'affaires à peu près double de celui du parquet parisien, qu'il nous reste successivement à étudier.

LIVRE DEUXIÈME

Intermédiaires de fait

PREMIER TITRE

COULISSE

CHAPITRE V

Histoire de la Coulisse

I. — Développement de la Coulisse.

L'histoire de la coulisse pendant le XIX^e siècle peut se résumer en un mot ; c'est l'histoire de sa lutte avec les intermédiaires officiels. Dès la création de la compagnie des agents de change, ces derniers se virent obligés de réprimer les empiétements des courtiers marrons (1).

(1) Les agents mettaient à réprimer ces empiétements, un zèle d'autant plus grand qu'il n'y avait alors que cinq valeurs cotées à la Bourse : 5 % Consolidé, 5 % Nouveau, Actions de la Banque de France, Obligations du Trésor, Obligations des Ponts.

Les agents de Marseille en 1802, de Lyon en 1807, de Paris en 1809 (1), avaient demandé que l'autorité administrative fût chargée de la protection de leurs intérêts. Le Conseil d'Etat (2) repoussa leur demande pour ce motif que l'on ne pouvait enlever à l'autorité judiciaire le droit de poursuite qui lui appartenait, et soumettre les courtiers marrons à la juridiction de la police (3).

De 1826 à 1838, il se forme mille sociétés en commandite, représentant un capital de près d'un milliard. En face de cet immense champ à exploiter, les agents de change abandonnent peu à peu la négociation des espèces métalliques et des lettres de change. Les coulissiers deviennent pour le parquet de précieux auxiliaires (4). Ils sont alors, en effet, des spéculateurs et non pas des intermédiaires. Groupés non loin de la corbeille des agents de change, ce sont des marchands de titres, achetant ou vendant suivant les offres et les demandes des clients des agents de change.

L'agent chargé d'un ordre important dont il ne trouve pas la contre-partie sur le marché, n'a qu'à se tourner vers eux et immédiatement l'opération est faite. En échange du service qu'ils rendent, ces coulissiers spé-

(1) *Archives*, F. 12-977.

(2) *Acis* du 17 mai 1809, rapporté au *Bulletin des Lois*.

(3) A la suite de cet avis du Conseil d'Etat, le ministre de la Justice donna des ordres rigoureux à l'effet de poursuivre toute personne qui s'immiscerait dans les fonctions d'agent de change. Le ministre de l'Intérieur, dans une circulaire du 30 juillet 1809, invite les chambres de commerce « à aider par leur exemple, dont l'influence peut être si puissante, la diminution de cette contrebande. »

(4) COURTOIS. *Traité des opérations de Bourse*, p. 204 et suiv.
LÉON. *Etude de la coulisse*. p. 38 et suiv.

culéateurs et non intermédiaires ne payent pas de courtage.

Ils sont reconnus comme indispensables au crédit de l'état ; c'est par leur intermédiaire, en effet, que se font les marchés à terme dont M. de Villèle disait : « Tant que vous sentirez comme nous l'indispensable nécessité, pour un pays comme la France, de recourir à des emprunts le jour où sa sûreté peut l'exiger, ou même sa prospérité le lui demander, il faut bien lui conserver vos moyens de crédit (1) ».

Outre les réunions au Palais de la rue Vivienne, la coulisse avait encore sa petite Bourse du soir, que l'on tolère jusqu'au jour où une baisse trop accentuée se fait sentir sur la rente ; ce jour-là le préfet de police « apprend » que des réunions illicites se tiennent aux Panoramas ou à la Galerie du Baromètre et interdit la réunion des coulissiers. Ceux-ci en sont quittes pour aller chercher ailleurs un lieu de refuge, où ils resteront tant que leur présence sera tolérée (2). D'ailleurs, seule

(1) DE VILLELE. Chambre des députés. Séance du 30 avril 1824.

(2) A la suite de l'annonce faite par le baron Louis d'un déficit de 100 millions dans le budget, la rente baisse de plusieurs points, et le passage des Panoramas est interdit aux coulissiers. (Ord. de police, 14 avril 1819.) En janvier 1823, la rente baisse de 10 fr. en cinq jours, les coulissiers sont chassés de chez Tortoni, où ils s'étaient réfugiés après leur expulsion du passage des Panoramas. Ord. de police 24 janvier 1823. Ce sont toujours de forts mouvements de baisse qui provoquent leurs expulsions successives. Le 2 octobre 1840 ils sont chassés du passage de l'Opéra, le 1^{er} décembre 1850, du Casino, de la Chaussée-d'Antin, le 15 mars 1853 de la Galerie du Baromètre.

la petite Bourse du soir était atteinte, et pendant la journée les coulissiers pouvaient librement continuer leurs opérations avec les agents.

Mais les coulissiers ne tardèrent pas à opérer sans l'entremise des agents de change, et à faire directement des négociations entre eux. De spéculateurs ils deviennent intermédiaires. Ils donnent une grande extension aux marchés à terme, alors que les agents de change semblaient avoir été institués pour empêcher l'accomplissement de ces marchés ; ils se mettent en relation avec les maisons de crédit de province qui leur adressent des ordres. Le développement de la coulisse est accéléré par l'immense diffusion des titres au porteur ; leur forme, en effet, permet de les faire circuler de mains en mains sans le ministère des agents de change. Plus tard, la négociation des promesses d'actions est interdite ; la coulisse ne tient aucun compte de cette défense, elle lance, émet, réalise de nombreux titres créés provisoirement, dans la transmission desquels les agents plus respectueux de la loi ne peuvent servir d'intermédiaires.

Les ministres des finances favorisent d'ailleurs la coulisse, Mollien sous l'Empire, de Villèle sous la Restauration, Humann et Laplagne sous Louis-Philippe. Le ministre des finances se fait adresser chaque jour le cours de la rente en coulisse, en même temps que le cours officiel. Quand certaines valeurs étrangères font une concurrence trop sensible à la rente, le préfet, M. Pietri, fait appeler chez lui les coulissiers, leur recommande de ne pas négocier ces valeurs pour ne pas nuire au crédit de l'Etat, leur permettant pour les autres titres de faire

comme par le passé (1). M. le conseiller Bresson dans son rapport, lors du fameux procès de 1859, caractérise ainsi les opérations faites par la coulisse : « Il est de notoriété publique que les coulissiers vendent et achètent toutes les valeurs que vendent et achètent les agents, et par les facilités qu'ils donnent aux spéculateurs, la différence du courtage, la variation dans le cours de la rente qu'ils traitent par fractions de deux centimes et demi, et l'échelle peu élevée de leurs primes, ils ont dans ces derniers temps absorbé la presque totalité du marché de la rente. »

Bientôt même, la coulisse s'organise en syndicat. Quand un nouveau venu voulait engager des affaires avec ceux qui faisaient déjà partie du groupement, les coulissiers s'assemblaient pour juger de la fortune et de l'honorabilité du candidat ; puis, après quinze jours de candidature affichée, celui qui se présentait, était admis sur scrutin public. Si l'un des membres, après avoir été appelé à s'expliquer devant les membres du conseil, était reconnu coupable d'avoir manqué à ses engagements, il était exclu du syndicat. Ce qu'était la coulisse à cette époque, voici comment M. Buchère l'apprécie : « Parmi les coulissiers se trouvaient certains hommes traitant les affaires d'une manière sérieuse, et en relation avec d'excellents clients. Malheureusement auprès d'eux se glissaient des individus de bas étage, sorte d'agents d'affaires opérant de préférence sur des valeurs,

(1) SABATIER. *Agents de change contre coulissiers*, p. 17. LÉON, *op. cit.*

sans consistance et sans crédit, hommes sans morale ni loyauté dont la présence infligeait aux coulissiers le vernis d'une réputation douteuse (1) ».

II. — Lutte de la Coullisse et du Parquet.

La chambre syndicale des agents de change s'émut de cette rivalité chaque jour plus menaçante, et se résolut à traduire ses adversaires en justice. A sa requête, vingt-six coulissiers comparurent devant le tribunal correctionnel et furent condamnés à 10.500 fr. d'amende. La sentence fut confirmée en appel le 2 août 1859, et en cassation le 19 janvier 1860. D. 1860. I. 40. En vain, Berryer essaya-t-il de démontrer aux juges combien la loi était en contradiction avec les besoins nouveaux des affaires : « Quand les besoins, la prospérité, le développement de la fortune publique et privée d'un pays, l'ont conduit à des situations toute nouvelles, il ne faut pas s'en tenir à la lettre d'une législation faite pour une époque très éloignée où les mêmes besoins, les mêmes nécessités n'existaient pas (2) ». En vain prétendit-il que les marchés à terme étaient interdits aux agents de change, les coulissiers se virent condamnés, et durent un temps désertier la Bourse.

Le paiement de l'indemnité de guerre, les grandes

(1) BUCHÈRE, *op. cit.*, n° 31.

(2) BERRYER. *Plaidoyer devant la chambre des appels correctionnels*, 1859.

dépenses de relèvement du pays nécessitent de nombreux emprunts pour la réussite desquels la spéculation est indispensable. Les valeurs de Bourse provoquent de nombreuses transactions; les coulissiers plus que tous les autres intermédiaires profitent de cette recrudescence de la spéculation. Entre les deux marchés il y a une trêve tacite pendant de longues années. En 1890 et en 1892, interviennent entre les deux catégories d'intermédiaires des *modus vivendi* d'après lesquels la coulisse s'interdisait la négociation des fonds russe et italien, du Foncier, du Suez et des chemins de fer français et étrangers (1).

Mais l'hostilité latente entre les deux partis, ne tarde pas à se manifester. Le parquet obtient que l'on ferme à la petite bourse le hall du Crédit Lyonnais (2). Le *modus vivendi* que le comité de la coulisse avait promis

(1) Ces valeurs ne doivent être liquidées qu'au syndicat des agents de change, qui alors donne au coulissier de 30 à 50 % de son courtage à titre de remise et de commission. V^o *discours* de M. TIRARD, Chambre, 23 février 1893.

(2) *Ordonnance de Police*, novembre 1892. Cette ordonnance fut rendue à la requête du parquet, ému par une pétition du 27 septembre 1892, des agents de change de Paris, Lyon, Marseille, Bordeaux, Nantes, Toulouse et Lille. Ces derniers s'exprimaient ainsi : « Lorsqu'un événement politique vient à se produire entre quatre et sept heures du soir, les opérations de la petite bourse peuvent amener une baisse considérable sur les fonds publics, faute de contre-parties. Le capitaliste de province impressionné par cette baisse, suit le mouvement indiqué par quelques spéculateurs, de sorte que les cours du soir de la coulisse peuvent amener des réalisations très sérieuses qui produisent un déclassement des titres ». « Chassés du hall du Crédit Lyonnais, les coulissiers tinrent leur petite bourse du soir sur le boulevard, puis la supprimèrent par décision d'octobre 1895.

de faire observer par les adhérents du syndicat, est constamment violé. « Le premier soin des coulissiers, a été de négocier, comme ils le faisaient la veille, toutes les valeurs qu'ils s'étaient interdit de négocier. Je ne pense pas que le fait soit contesté. S'il l'était, je n'aurais qu'à mettre sous les yeux du Sénat, la cote de M. Desfossés, dans laquelle vous trouverez cotées à la date du 22 mars, toutes les valeurs dont la coulisse s'était interdit la négociation (1) ». L'hostilité se manifesta encore au cours de la discussion devant le Parlement en 1893, d'un impôt sur les opérations de bourse. Le projet de M. Tirard exigeait que toute opération de bourse sur valeur cotée fut constatée sur un bordereau établi par un agent de change. Le projet fut accepté par la Chambre, comme paragraphe de la loi de finance ; le Sénat en vote la disjonction. M. Peytral, qui succède à M. Tirard au ministère des finances, fit voter par les chambres un impôt dû, par tous ceux qui font commerce habituel de recueillir les offres et demandes de valeurs de bourse. Cette rédaction était un triomphe pour la coulisse, le monopole était expressément maintenu, mais l'intrusion du coulissier à la Bourse était légitimée.

Cependant les rapports entre le parquet et la coulisse se tendaient de jour en jour davantage. Le *modus vivendi* conclu entre les deux parties, était toujours resté lettre morte pour la coulisse ; cet état permanent rendait la situation intenable. C'est alors que vers le milieu de juin 1897, la chambre syndicale des agents de

(1) Eugène GUÉRIN, *Discours du Sénat*, séance, 2 avril 1893,

change, représentée par son syndic, M. de Verneuil, introduisait auprès du ministre de la justice, une plainte contre les coulissiers. A peu près à la même époque, le 15 juin 1897, MM. Trarieux et Boulanger déposèrent sur le bureau du Sénat une proposition de loi « portant réglementation nouvelle de la fonction des agents de change. » Cette proposition de loi peut se résumer en un mot, elle est la légalisation de la coulisse et la suppression des agents de change. Au nom de la troisième commission d'initiative parlementaire, M. Pauliat déposa, le 9 juillet 1897, un rapport sommaire, concluant à la prise en considération du projet Trarieux-Boulanger. La prise en considération est votée, et au mois d'octobre de la même année, une commission de neuf membres est chargée de faire un rapport. Pendant ce temps, MM. Lacombe et Fleury-Ravarin déposent un amendement au budget, tendant à ce que : « Quiconque fait commerce habituel de recueillir des offres et des demandes de valeurs de bourse, présente à toute réquisition des agents du fisc, les bordereaux d'agents de change, lorsqu'il s'agit de valeurs cotées. » Accepté par la Chambre, ce projet, qui n'était autre que le projet Tirard, remanié dans la discussion, notamment en ce qui concerne la coulisse des rentes, fut définitivement voté par le Sénat, le 6 avril 1898. Avant d'examiner les conséquences de cet amendement pour le marché financier, il importe de connaître à quelle situation de fait il devait remédier.

CHAPITRE VI

ORGANISATION DE LA COULISSE

I. — Composition de la Coulisse.

La coulisse est constituée par l'ensemble de ceux qui vendent, achètent, jouent, spéculent sans l'entremise des agents de change pour le compte d'autrui. D'ordinaire on réserve la dénomination de coulisse au groupe d'intermédiaires, qui réunis en une corporation ouverte se sont soumis à une réglementation (1). A côté de cette coulisse il y a ce que l'on appelle pittoresquement le marché des pieds humides, parce qu'il se tient journellement sur le terre-plein qui borde le péristyle de la Bourse. On y traite, « va comme je te pousse » des valeurs

(1) Cette réglementation date en grande partie de la crise de septembre 1895 qui en a montré l'absolue nécessité.

indignes de figurer à l'une des cotes de la coulisse, à des cours que d'infimes spéculateurs constateront par à peu près sur des bouts de circulaires ou des chiffons de papier (1). Ce sont des titres de compagnies disparues que des boursiers décavés achètent 12 fr. le cent, dans l'espoir de les revendre à un prix plus élevé soit à des naïfs, soit à des commerçants à la veille de la banqueroute. Ces derniers en effet inscrivent sur leurs livres, en l'antidatant cet achat de titres au cours nominal ; de sorte que leurs créanciers ne pourront leur reprocher qu'une imprudence dans le choix de leurs placements (2).

Viennent ensuite les maisons de contre-partie. Ces maisons envoient des prospectus, des journaux financiers gratuits dans lesquels elles conseillent certaines opérations d'un produit sûr. Les ordres reçus, la maison envoie à son client un avis d'exécution. Cet avis indique le prix auquel l'opération a été effectuée, la somme due pour le courtage et celle exigée pour l'impôt dont le paiement a été fait (3). En réalité l'ordre n'a pas été exécuté, et les opérations conseillées étant des opérations inverses de celles qu'aurait demandées la situation du marché, la couverture fournie par le client ne tarde pas à être absorbée par suite de la hausse des valeurs vendues ou la baisse des valeurs achetées. Inutile de dire, que dans le cas où par extraordinaire les prévisions du couliissier ne se réalisent pas, et où les différences qu'il doit à ses

(1) LAVELEYE. *Journal des intérêts matériels* 1897, 2, p. 2933.

(2) V. à ce sujet DUCHÈNE. *La spéculation devant les tribunaux*. QUINET et BOURNAUD, *Les pièges de la Bourse*.

(3) LÉON. *Etude sur la coulisse et ses opérations*, p. 109.

clients sont trop considérables, il refuse tout règlement, quitte à recommencer ses opérations sous un autre nom, ou à passer à l'étranger (le plus souvent dans son pays d'origine), au cas où il viendrait à être inquiété (1). Ces maisons n'opérant pas de négociations à la Bourse ne font pas partie de ce que l'on désigne ordinairement sous la dénomination de coulisse. Celle-ci comprend ce que l'on appelle les maisons inscrites à la feuille ou coulisse officielle, et les maisons indépendantes ou hors-feuille, constituant ensemble environ trois cents maisons.

La majorité de ces coulissiers se sont formés en associations ayant des règlements intérieurs. Le but poursuivi était, non pas de protéger les intérêts du public, qui n'a reçu qu'indirectement certaines garanties, mais de sauvegarder les intérêts des coulissiers et de faciliter leurs opérations. Ne sont inscrits à la feuille en effet, que des intermédiaires présentant certaines garanties de solvabilité et d'honorabilité, de sorte qu'en temps ordinaire, ils pourront se livrer entre eux, en toute sécurité, à leurs négociations, sans avoir à craindre que les différences dues en liquidation, restent impayées (2). Un

(1) *Aff. de la Banque générale des primes*, Seine, 8 juillet 1890, *Rec. (Jurisp. financière)*, 1890, n° 14. *Trib. correct. de la Seine*, 26 mai 1894, *Dr. fin.* 1895, p. 169. *Cass.* 29 février 1896. *Dr. fin.* 1896, p. 171.

(2) Il est bien certain que ces garanties suffisantes aux jours de prospérité, ne le sont plus aux jours de crise. Les coulissiers n'ayant plus alors aucune confiance les uns dans les autres, n'osent plus faire de négociations entre eux : Après la crise de 1895, le marché libre est resté fermé pendant deux mois, et presque aucune des maisons de coulisse n'a pu faire face à ses affaires.

autre avantage procuré aux coulissiers par le syndicat, c'est qu'au jour de la liquidation, le comité compense en espèces et en titres les négociations en cours entre les membres du groupe. Et puis, cette création de groupes, dans lesquels se rencontrent tous ceux qui traitent des mêmes valeurs et s'occupent du même genre d'opérations, ne facilite-t-elle pas dans une grande mesure les transactions? Comme conséquence, le public trouve dans les coulissiers, plus de solvabilité et de garanties; ses ordres sont exécutés avec plus de rapidité.

On distingue dans la coulisse organisée en syndicat, trois groupes: La coulisse des valeurs, la coulisse des rentes et la coulisse du comptant. Certaines maisons de coulisses appartiennent à la fois à plusieurs de ces groupes.

II. — Coulisse des Valeurs.

La coulisse des valeurs a été jusqu'au vote de l'amendement Fleury-Ravarin, le plus puissant et le plus riche des trois groupes: 94 maisons en faisaient partie, et 43 d'entre elles, les plus importantes, étaient à la fois des maisons de valeurs et de rentes. Dans le nombre il y avait bien une vingtaine de maisons ayant un capital variant de 2.000.000 à 5.000.000 de fr. (1). Avant 1895 et 1896, avant la crise des mines d'or d'où la coulisse est sortie si fortement désemparée, il suffisait pour être

(1) MARINITSCH. *Bourse théorique et pratique*, p. 233 et suiv.

inscrit à la feuille des valeurs (1) d'avoir un capital social de 250.000 fr., et de verser chaque mois au comité, un cautionnement de 50.000 fr. au maximum, pour répondre des engagements de liquidation. Ce versement n'était d'ailleurs exigé que lorsque les événements pouvaient faire craindre de brusques et profondes variations dans les cours. Le cautionnement et les soldes dûs par ses collègues au couliissier manquant à ses engagements, servaient de gage aux seuls membres du groupe. Moyennant ces conditions bien simples, tout individu, français ou non, pouvait faire partie de la coulisse des valeurs, et une fois admis, jouissait de la plus complète liberté d'action.

Le krach des mines d'or vint montrer l'insuffisance de cette réglementation. Les esprits avaient été vivement frappés du danger qu'offrait la possibilité pour toute maison de coulisse, d'introduire en Bourse les valeurs les plus véreuses sans enquête, sans même avoir à obtenir le consentement des autres maisons faisant partie du syndicat. Une tentative d'introduction ne devait échouer que devant l'indifférence générale du marché. Le 26 septembre 1895, en pleine crise, le comité du syndicat, estimant qu'une diète absolue était nécessaire, décida que jusqu'au 15 janvier 1896, toute introduction d'affaires nouvelles était interdite, et qu'à partir de cette époque, aucune affaire ne pourrait être présentée sur le marché à terme si elle n'est assurée du

(1) On désigne sous le nom de feuille, la liste des couliissiers faisant partie du syndicat, ayant un compte ouvert au comité et compensant entre eux leurs opérations au jour de la liquidation.

patronage d'un banquier se chargeant d'effectuer les reports sur la valeur.

Il est bien évident que ce règlement imposé par le comité de la coulisse en un jour d'effarement ne pouvait pas être appliqué : Lorsque les banquiers reporteurs décident qu'ils feront, ou ne feront pas de report sur telle valeur, et en fixent le taux, ils doivent considérer le plus ou le moins de capitaux disponibles sur le marché, la position de place sur le titre faisant l'objet de report, la valeur intrinsèque du titre, son cours, l'étendue de son marché, enfin la surface de crédit du reporté, personnellement responsable en dehors des titres qu'il livre. Ceci dit, revenons au règlement du 24 septembre 1895. Un banquier pour toute nouvelle valeur introduite, devra prendre l'engagement de faire des reports. Mais jusqu'à concurrence de quelle somme ? A quel taux ? Pendant combien de temps durera l'engagement, et forcera-t-on de reporter tout acheteur qui se présentera ? Un banquier qui prendrait l'engagement pour une durée illimitée, pour un capital indéterminé, de prendre en report de quiconque les présentera, des valeurs à un prix quelconque, serait ou un fou, ou un audacieux qui n'aurait rien à perdre (1). Cette prescription ne reparut pas dans le règlement du 8 février 1896, qui défendit purement et simplement au marché libre l'émission directe des valeurs, mais ne fût pas observé.

Les autres dispositions principales de ce règlement sont les suivantes. Le minimum du capital de chaque maison est fixé à 500.000 francs et le titulaire doit en

(1) *Journal des intérêts matériels*, 1895, 2.

être Français ou naturalisé (1). Le cautionnement que chacun devra verser pour le règlement des liquidations pourra atteindre la somme de 100.000 francs et constituera le gage commun, non pas seulement des membres du syndicat, mais encore celui des clients et des banquiers. Pour faire respecter les règlements, un comité élu a le droit d'infliger aux contrevenants une amende pouvant varier de 20 à 1.000 francs, et prononcer la suspension pendant une durée ne pouvant excéder trois mois.

Deux mots sur la division de la coulisse des valeurs, On y remarque trois groupes principaux : celui de l'Extérieur, des Mines d'Or et des fonds Ottomans. Tous les trois se tiennent sous le péristyle de la Bourse (2).

III. — Coulisse des rentes.

La coulisse des rentes est composée de spéculateurs opérant pour leur compte ou pour celui de leurs mandants, sans que jamais leurs opérations puissent aboutir à des livraisons de titres. Aussi toutes les fois que les opérations à terme de la coulisse des rentes ne peuvent pas être dénouées par une opération inverse faite avant la liquidation, le coulissier est obligé d'avoir recours à l'agent de change. Quant à la liquidation, l'acheteur en coulisse veut faire reporter son opération, le coulissier

(1) Les étrangers qui étaient inscrits à la feuille avant cette modification, continuent à en faire partie.

(2) Pour plus de détails, voir MARINITSCH, *op. cit.* p. 235 et suiv.

va se faire lui-même reporter au parquet, et c'est là seulement que l'opération se traduit par une livraison et une levée effective de titres. De même, lorsqu'un acheteur en coulisse demande en liquidation à lever ses titres contre espèces, le coulissier achète lui-même les titres au parquet pour en effectuer la livraison. Inversement s'il convient au vendeur en coulisse de livrer en liquidation les titres de renté qu'il a vendus à découvert, le coulissier ne va-t-il pas lui-même les revendre au parquet pour pouvoir en régler le montant à son client ? (1).

Le syndicat de la coulisse des rentes se compose d'environ 120 maisons. Le capital social dont la preuve est demandée est de 100.000 francs, le cautionnement exigé lors des liquidations difficiles ne peut excéder 25.000 francs. L'ampleur du marché et la sûreté de l'unique valeur faisant l'objet des transactions rendent inutiles un capital et un cautionnement plus importants (2).

(1) Le marché de rentes en coulisse ne peut donc jamais être distinct du marché officiel, car toutes les opérations doivent se liquider au parquet. Une autre raison du contrôle exercé par le parquet sur la coulisse des rentes, c'est que le marché du comptant au parquet est suffisamment large pour avoir une action continue sur le marché à terme de la coulisse. Les cours du comptant servent de régulateurs aux cours du terme, et ceux-ci ne peuvent guère longtemps s'écarter de ceux-là sans être ramenés au niveau officiel par l'intervention du comptant. THÉRY *Coulisse des Rentes, Economiste Européen*, 1898. t. I. MAÑCHÉZ, *Réorganisation du marché de Paris*, p. 11 et suiv. Le marché au comptant ne peut échapper au parquet, puisque sur les titres de rentes émis il n'y en a que 24,72 % qui soient au porteur. NEYMARCK, *De la répartition de l'Épargne*.

(2) MAÑINIŢSCH, *op. cit. cod. loc.*

Parmi ces coulissiers, les uns font des opérations considérables, beaucoup d'autres ne font que des opérations de jeu dont l'importance ne provient que de leur répétition journalière. Parmi ces opérations de jeu, les plus fréquentes sont celles à prime dont 0 fr. 05 et dont 0 fr. 10 pour le lendemain ; les mêmes coulissiers jouent encore à la tendance : ils surveillent avec soin les fluctuations des cours ; s'ils voient une poussée dans un sens ou dans l'autre, ils achètent ou vendent avec un léger écart. Si, par exemple, on cote la rente à 103 francs et qu'on ait l'air de demander beaucoup à ce cours, ils achètent à 103 plus 1 cent. $\frac{1}{4}$, et sitôt qu'on demande à 103 2 cent. $\frac{1}{2}$, ils revendent, faisant ainsi un bénéfice de 1 cent. $\frac{1}{4}$ par 3 francs de rente, moins l'impôt ; 60 coulissiers, joueurs opérant pour eux font ce métier. Avec de l'habileté et de l'habitude ils réussissent 5 fois sur 6 et en répétant l'opération plusieurs fois, ils arrivent à gagner 2 ou 300 francs par jour. Le vote de la loi et l'impôt sur les opérations de bourse, a eu pour effet de diminuer dans de grandes proportions ces sortes de spéculations (1) ; mais, remarque importante à faire, la diminution de ces opérations n'a entraîné aucun abaissement des cours (2).

(1) RAFFALOVICH. *Marché financier*, 1893-1894, p. 425. En 1892 les affaires avaient porté sur une moyenne de six à sept millions ; dès la mise en vigueur de la loi de 1893, on tombe brusquement à une moyenne de deux millions.

(2) La loi du 31 décembre 1895 a réduit des trois quarts l'impôt sur opérations de Bourse, lorsqu'il porte sur des rentes françaises.

IV. — Coullisse du comptant.

Le troisième groupe des coullissiers n'opère qu'au comptant ; se contentant d'échanger des titres contre de l'argent ; il n'était besoin d'aucune réglementation pour des opérations aussi simples. Les maisons qui s'occupent de l'échange au comptant des 250 valeurs cotées en banque, sont au nombre de 70. Quelles sont les valeurs que les coullissiers négocient au comptant ? Ce sont d'abord les valeurs françaises, qu'en vertu du droit qu'ils se sont arrogé, les agents de change ne négocient pas au parquet, soit parce que l'admission n'en a pas été demandée, soit parce que le titre ne circule pas dans le public en quantité suffisante, soit parce que la chambre syndicale a estimé que les garanties de la société n'étaient pas suffisantes. Ce sont ensuite les valeurs étrangères, que la chambre syndicale des agents de change usant des pouvoirs illimités à elle accordés par le décret du 6 février 1880, n'a pas admis à la cote officielle (1), ou celles encore pour lesquelles l'admission n'a pas été demandée afin d'éviter les droits d'abonnement que doit payer toute société étrangère dont les titres figurent à la cote (2). La jurisprudence (3) décide en

(1) La raison la plus fréquente pour laquelle la chambre syndicale refuse à des titres même très sérieux l'accession à la cote c'est que ce sont des obligations de sociétés dont les actions ne figurent pas à la cote.

(2) Pour que les valeurs puissent circuler librement en France, il suffit qu'elles acquittent le droit de timbre.

(3) *Cass.* 16 juin 1885, D. 86, 1, 153. *Trib. com. de la Seine*, 2 juillet 1896. *Gaz. du Pal.*, 29 septembre 1896. Les raisons contes-

outre, que l'interdiction faite aux agents de change par l'art. 2 du décret du 6 février 1880 de négocier les titres des sociétés étrangères n'ayant pas produit la certification de leur cotation officielle dans leur pays d'origine, ou par l'art. 4 du même décret de négocier les coupurés d'actions inférieures au minimum exigible ne doit pas être étendue aux coulissiers.

En vertu des arrêts de la cour de Cassation de 1885 et de 1886, arrêts contraires à l'art. 76 du Code de commerce, la négociation des valeurs indiquées plus haut, constitue le domaine propre de la coulisse et dans lequel elle ne peut être inquiétée. En dehors de cette concession prétorienne (1), la coulisse fait encore certaines négociations qui ne sont pas contraires au

tables de cette jurispr. sont les suivantes : L'interdiction du décret de 1880 ne s'applique qu'aux négociations faites par les agents de change ; et la loi du 24 juillet 1867, art. 14, punissant la négociation de valeurs non établies en conformité avec la loi, ne s'applique qu'aux seules valeurs françaises. Il est facile de répondre que si le décret de 1880 ne prévoit que les négociations faites par les agents de change, c'est qu'aux yeux de la loi, seuls les agents de change ont le droit de négocier les valeurs mobilières, étrangères ou non.

L'art. 12 de la loi de finances de 1898 a fait disparaître en partie cette anomalie. Cet article de loi défend en effet d'effectuer en France l'émission, la mise en souscription, l'exposition en vente des valeurs non abonnées. Cet art. 12 a fait l'objet d'un règlement d'administration publique paru dans l'*Officiel* du 24 juin 1898.

(1) Il faut bien reconnaître la fâcheuse situation pratique à laquelle l'arrêt de la cour cherchait à remédier. Un rapport sur le projet de loi portant modification de la législation relative à la négociation des valeurs mobilières, *Journ. des valeurs mob.*, 1882, p. 335 s'exprime ainsi : « Les particuliers ne savent comment s'y

monopole, mais à la loi. C'est ainsi que la coulisse effectue l'opération connue sous le nom de vente de résultat, c'est-à-dire, la vente d'une certaine quotité de la rente, que l'on présume devoir obtenir par suite de la répartition de l'emprunt dont l'émission est en vue. C'est dans la même catégorie d'opérations que doit être rangée la vente de promesse d'actions, c'est-à-dire d'actions de sociétés commerciales, non encore constituées régulièrement ; alors que les formalités prescrites par la loi de 1867, n'ont pas encore été accomplies, ou que le capital social n'a pas été intégralement souscrit, et le versement du quart pas encore effectué. Telle est l'organisation de la coulisse qui peut se résumer ainsi : Réglementation très simple destinée surtout à faciliter les négociations des coulisiers entre eux, et à laquelle n'est soumise d'ailleurs qu'une partie des intermédiaires libres ; Liberté absolue pour tous quant aux opérations et à la façon de les pratiquer.

prendre pour négocier les valeurs non inscrites à la cote. Les agents de change refusent de les négocier et les négociations faites par d'autres qu'eux peuvent être déclarées nulles ». Mais le rapport estimait que seul le législateur pouvait changer cet état de choses.

CHAPITRE VII

FONCTIONNEMENT DE LA COULISSE. LES AVANTAGES

I. -- Liberté pour la coulisse de spéculer pour son propre compte.

Nombreuses sont les différences entre les agents de change, officiers ministériels limités en nombre, soumis à une réglementation sévère et les coulissiers, libres et sans contrainte. Mais entre toutes ces différences, celle que l'on doit considérer comme fondamentale et essentielle, c'est que les agents de change sont des intermédiaires, ne pouvant en aucun cas et sous aucun prétexte, faire des opérations pour leur propre compte, tandis que les coulissiers sont des spéculateurs et peuvent faire la contre-partie de leurs clients. La plupart des avantages que la coulisse procure au marché viennent de là.

La coulisse, en effet, a toujours été le principal auxiliaire de l'Etat et de l'industrie pour le classement de leurs émissions, et c'est grâce à elle que les emprunts

rendus nécessaires par la guerre de 1870, ont pu être souscrits et classés avec tant de facilité.

Comment la coulisse opère-t-elle ? Lorsqu'un emprunt très important est émis, on a la faculté de se libérer par plusieurs versements. Comme la somme à emprunter est supérieure au chiffre des épargnes, les maisons de banque consacrent aux premiers versements exigés, une grande partie de leurs capitaux ; mais n'ayant de ces capitaux que la disposition momentanée, elles se trouvent hors d'état souvent de faire les versements ultérieurs et de garder l'intégralité du montant de leur souscription. Il leur faut donc faire passer en d'autres mains une partie d'un fardeau devenu trop lourd pour elles. En présence de ces réalisations forcées, il faut qu'il se présente de nouveaux acheteurs pour empêcher le fléchissement ou même l'avisement des cours. Ces nouveaux acheteurs sont les coulissiers et les spéculateurs qui ramassent tous les titres ne trouvant pas d'acquéreurs sur le marché et se font reporter aussi longtemps qu'il faut pour attendre les achats de l'épargne. Lorsque l'épargne se trouve attirée par la campagne de hausse sur la valeur flottante, il arrive un moment où le marché du comptant ne peut plus suffire aux demandes ; alors une certaine catégorie de spéculateurs ayant la spécialité des arbitrages sur place, achète et lève à terme pour revendre et livrer au comptant par petites quantités. C'est ainsi que les coulissiers spéculateurs liquident le stock flottant et en opèrent le classement (1).

(1) MARINITSCH, *op. cit.* p. 277 et suiv. RAFFALOVISCH, *Société d'Economie politique de Paris*, 5 janvier 1892.

Lors de la discussion au Parlement de l'amendement Fleury-Ravarin, il a été décidé que la coulisse des rentes continuerait à fonctionner comme elle fonctionnait auparavant. Quelle est la raison de cette faveur ? MM. Cochery et Guérin l'ont dit ; c'est que par la multiplicité de ses opérations, elle soutenait le cours des rentes, et donnait de l'élasticité au marché. Sans vouloir nier complètement ce résultat acquis par la coulisse des rentes, qu'il me soit permis de répéter une remarque que j'ai déjà faite plus haut. L'impôt mis depuis 1893 sur les opérations de bourse a eu pour effet de faire tomber de huit millions à deux millions de francs, la moyenne journalière des petites spéculations sur les rentes faites en coulisse, et pourtant on n'a pu remarquer à ce moment aucun fléchissement dans le cours des rentes. La véritable raison du maintien de cette coulisse a été exprimée d'une façon pittoresque par M. Clément Juglar : « Toutes les fois qu'il y a un ordre important, les agents de change ne trouvant pas de contre-partie parmi les leurs, sont forcés d'avoir recours au groupe de la coulisse. Là, d'un mot accompagné d'un geste, l'opération est accomplie, l'absorption est faite comme par une éponge (1). » « Alors, dit ailleurs M. Juglar, qu'il faudrait plusieurs heures, souvent plusieurs jours pour placer la somme au parquet, tout est absorbé en quelques instants par la coulisse. Elle agit comme un grand réservoir dont le volume empêche les grandes variations de niveau, quelle que soit l'abondance des entrées et des sorties (2). »

(1) *Société d'économie politique de Paris*, 6 juin 1898.

(2) *Société d'économie politique*, février 1882.

C'est encore, grâce à cette possibilité qu'ont les cou-lissiers, de pouvoir acheter pour leur compte afin de revendre ensuite, que se font sur la place de Paris, certaines opérations très utiles au crédit ; voici comment les décrivait M. Boulanger, lors de la discussion de l'impôt sur les opérations de bourse. « Tels sont les arbitrages. Les arbitrages sont des opérations considérables qui ne peuvent pas être faites pratiquement par les agents de change ; voici en quoi elles consistent : un banquier sait que le russe, à tel moment de la journée a tel cours, que l'italien a un autre cours ; par téléphone, il fait l'échange et gagne la différence. Ces arbitrages peuvent être en eux-mêmes peu intéressants, c'est du jeu pur et simple : mais ce jeu amène sur le marché de Paris une très grande activité, il appelle un grand mouvement de valeurs, y attire tous les capitalistes : il élargit les bornes de ce marché et provoque d'abondantes contre-parties (1). »

(1) Je cite le texte même de l'*Officiel*. Mais ce texte contient évidemment une erreur ; il semble qu'il y ait confusion entre les deux espèces d'arbitrages, l'arbitrage de place à place, et celui de valeur à valeur ; il est probable que M. Boulanger a dit : « Un banquier sait que sur telle place le russe à tel moment de la journée a tel cours et qu'au même moment sur une autre place il a un cours différent, etc. » L'opération indiquée au texte est une opération complètement différente, qui ne peut d'ailleurs se faire dans les mêmes conditions. Un des principaux avantages de l'arbitrage qui est d'établir une solidarité entre les différentes places internationales, n'est pas indiqué par M. Boulanger. N'y a-t-il pas aussi une légère contradiction dans les paroles de l'honorable sénateur ? Si les opérations d'arbitrage sont du jeu pur et simple, comment se fait-il qu'elles appellent un grand mouvement de valeurs, et attirent tous les capitalistes ?

« Il y a une série d'opérations qui sont des plus intéressantes et sont du domaine propre du marché libre ; c'est la série des affaires sur les valeurs internationales. La France a un grand intérêt à attirer chez elle, les valeurs des puissances avec lesquelles elle désire entretenir des relations d'amitié. Or, voyez ce qui s'est passé pour les fonds russes : ils ont été attirés sur le marché français par la coulisse, à la suite d'un *modus vivendi*, le parquet a pris les valeurs russes. Savez-vous ce qui est arrivé ? Depuis ce moment on n'en peut plus faire à Paris des valeurs russes, et l'un des déposants de la haute banque disait : « Les banquiers de Saint-Petersbourg nous envoient encore des ordres, mais il faudrait deux heures et demie au moins pour les exécuter au parquet parce qu'il n'y a pas de contre-parties ; nous les refusons. Ces ordres s'acheminent aujourd'hui vers Berlin (1). »

« Les émissions, dit encore M. Boulanger, ont besoin d'être provoquées par des spéculateurs ayant beaucoup d'initiative, cherchant à déterminer des primes pour attirer les préférences de l'épargne et pouvoir soutenir les cours pendant un certain temps, pour attendre le placement définitif du titre dans le public. »

C'est à la coulisse que nous sommes en grande partie redevables de la Constitution des chemins de fers français et du classement de leurs titres. « Pour réaliser les prodiges dont nous avons été témoins, s'écriait Berryer devant la cour d'appel de Paris, il fallait ce qui s'est créé, le marché libre... Eh ! bien, je soutiens que

(1) BOULANGER. Sénat. *Débats parlementaires*, 28 mars 1893.

sans l'existence de ce marché libre, aucune de nos grandes entreprises industrielles, aucune de nos grandes compagnies de chemin de fer n'aurait pu s'établir, qu'aucune n'aurait pu même solliciter du Conseil d'Etat l'émission de ses valeurs, si elle n'avait préparé cette émission en dehors du parquet (1). »

C'est encore à cette possibilité pour le coulissier, de sortir quand il le veut de son rôle d'intermédiaire, que la Bourse de Paris doit une partie de son animation. Dans sa consultation, réponse au ministre des finances, qui lui demandait son avis sur l'opportunité de l'augmentation du nombre des agents de Change, la Chambre de commerce de Paris disait : « L'immense majorité des transactions exécutées par le marché libre, n'a souvent pour origine que des affaires entamées par le coulissier sans contre-partie trouvée d'avance, mais qui, une fois entamées, nécessitent la recherche des moyens de les liquider ou de les compenser. Ce sont des affaires naissant sous l'influence de la recherche de spéculateurs qui ne sauraient les entreprendre, s'ils n'étaient pas outillés comme coulissiers, avec des moyens tels que l'entretien de représentants sur les places étrangères, la prise ou la vente ferme, sur ces places et pour le compte de la maison de coulisse, de telles quantités de rentes ou de valeurs (2). »

(1) BERRYER. *Plaidoyer pour les coulissiers devant la Chambre des appels correctionnels.*

(2) *Actes de la Chambre de com. de Paris*, mai 1898. Voir *Moniteur des Intérêts matériels*, 1898, t. I.

II. — De la libre concurrence entre coulissiers.

Indépendamment des avantages résultant pour le marché des opérations directes de la coulisse, il en est d'autres qui lui sont procurés par l'audace, par l'amour des nouveautés du marché libre ; c'est elle qui rajeunit le marché parisien et lui donne de la nouveauté et de l'entrain. « Nombre de valeurs industrielles qui figurent actuellement à la cote officielle ont commencé par n'être inscrites qu'à la coulisse : *Le Rio-Tinto*, *le Petit Journal*, *les Dynamites*. Encore à l'heure actuelle, certaines valeurs ne se négocient qu'à la coulisse qui ne le cèdent en rien à des valeurs similaires que l'on trouve inscrites à la cote (1) ».

(1) LEROY-BEAULIEU. *Economiste français*, 31 janvier 1897. Il est cependant une remarque que l'on doit faire si l'on veut être juste. C'est que, si un grand nombre de valeurs étrangères n'ont pas été admises à la cote du parquet, cela provient uniquement de ce que la loi ne permet pas de les y inscrire. Si la de Beers, si le Monaco ne sont pas cotés au parquet, cela provient uniquement de ce que ces valeurs ne sont pas abonnées. « Dans les mines de cuivre, dit M. Leroy-Beaulieu, on estime que la Tharsis est administrée plus vigoureusement que le Rio Tinto, cependant la dernière est cotée officiellement et non la première ». Pourquoi ? parce que la Tharris a été émise à 50 fr. et que la loi de 1893 exige pour les titres, un minimum de coupure de 100 fr. C'est d'ailleurs cette loi de 1893 qui seule a permis au parquet de négocier le Rio Tinto émis à 100 fr. « La cote officielle, dit encore M. Leroy-Beaulieu, enregistre le Robinson Banch, mais c'est la coulisse qui négocie la mine Robinson et la mine Ferreira ». C'est toujours la même raison, ces deux mines, comme toutes les mines d'or d'ailleurs, ont été émises à 25 fr. Il serait facile de multiplier les exemples.

Ardenie et active, voyant ses membres aiguillonnés par la plus vive concurrence, la coulisse a introduit sur le marché une foule d'innovations dont profite aujourd'hui le public. C'est à elle que l'on doit notamment les abaissements de courtage du parquet. Pourtant si la coulisse a abaissé ses tarifs à un niveau tel que le parquet ne pouvait la suivre, cela provient de ce que, au bénéfice de l'intermédiaire elle joignait celui du spéculateur. Et la comparaison entre les deux tarifs, même avant le décret de 1898, ne doit pas rendre injuste envers le parquet dont le courtage était inférieur à celui des intermédiaires étrangers (1). C'est ainsi qu'à Londres, au-dessous de 125 francs, les valeurs donnent lieu à un courtage fixe de 0 fr. 625. Sur les titres de 125 francs à 500 francs, le courtage est de 1 fr. 25 par titre. Au-dessus de 500 francs par titre le courtage est de 2 fr. 50 par unité. A Paris le courtage officiel était de 0 fr. 25 par titre pour les valeurs au-dessous de 250 francs; de 50 centimes pour les valeurs de 250 à 500 fr et de 1/10 pour 100 sur les valeurs d'un prix supérieur à 500 fr. Le courtage de Londres est donc supérieur au courtage perçu à Paris, sauf dans le cas assez rare où il s'agit d'un titre valant plus de 2.500 fr. (2).

(1) SIEGFRIED. *Discussion à la Société d'économie politique de Paris*, 8 juin 1898.

(2) M. MANCHÉZ, dans sa *Réorganisation du marché financier de Paris*, p. 43, cite les exemples suivants : Les Nitrate Railways valent 130 fr. environ, et sont cotés tout à la fois à Paris et à Londres, eh bien ! pour acheter 100 Nitrate Railways à Londres, on paiera un courtage de 125 fr. alors qu'à Paris on ne paiera que 25 fr. Pour 100 Rio cotés 660 fr. on paiera à Londres 250 fr. alors qu'à Paris on ne paiera que 66 fr. Le décret de 1898 a abaissé pour les petites valeurs le courtage qui n'est plus que de 0 fr. 10 p. 100 de la valeur négociée.

CHAPITRE VIII

FONCTIONNEMENT DE LA COULISSE. LES INCONVÉNIENTS

I. — Prédominance des étrangers et absence des garanties.

Mais en face de ces avantages réels, la coulisse présente de nombreux inconvénients et pourrait constituer pour la bourse française un véritable danger. Libre dans son recrutement, elle en profite pour se recruter en partie parmi les étrangers. D'après les chiffres officiels fournis au Sénat par M. Cochery, ministre des finances, lors de la discussion de l'amendement Fleury-Ravarin : « Parmi les coulissiers qui présentant plus de garanties, de solvabilité, se sont groupés et ont formé ce qu'on appelle la feuille, il y a 52 titulaires de maisons de coulisses étrangers ou naturalisés, et parmi les commanditaires, il y a 138 étrangers sur 349. Et, ajoutait le ministre, si nous pouvions pousser

nos investigations sur l'autre partie de la coulisse, sur tous ceux qui gravitent en dehors des syndiqués, qui sont comme le disait l'honorable M. Guérin, à la merci d'une liquidation, la proportion serait beaucoup plus forte encore (1). » M. de Lamarzelle disait à la Chambre, lors de la discussion de l'impôt sur les opérations de bourse : « Il est une maison de coulisse française qui mérite vraiment une mention spéciale. Elle a 34 commanditaires. Ecoutez ! Cette liste est instructive : il y a 3 commanditaires en France, 2 en Luxembourg, 1 en Amérique, 5 en Suisse, 3 à Francfort, 1 à Vienne, 16 à Berlin (2). »

Le péril qu'offre pour les finances françaises cette affluence des étrangers dans la coulisse, a déterminé en 1893 la Chambre à voter à quatre cents voix de majorité le projet primitif de l'impôt sur les opérations de bourse, qui avait pour conséquence immédiate la ruine de la coulisse. « Dans l'esprit du Parlement, dit M. Boudon, la loi constituait moins une mesure fiscale, qu'une digue à

(1) *Discours* de M. Cochery au Sénat, séance du 2 mars 1898. Certains, comme M. Boulanger, séance du Sénat 28 mars 1893, s'élèvent contre l'assimilation des étrangers et des naturalisés. Il est facile de répondre avec M. Lacombe, 26 avril 1893. « Si nous n'avions à la Bourse que la proportion normale à raison de laquelle les nationalisés figurent dans nos dénombrements parmi les Français, je ne ferais aucune observation : mais je suis étonné du nombre vraiment extraordinaire de naturalisés à la Bourse de Paris, et je suis porté à croire que plus d'un d'entre eux ne s'est pas seulement déterminé par un amour platonique de la nation française. »

(2) Si les coulissiers trouvent avantage à transformer leurs correspondants étrangers en commanditaires, il faut avouer qu'ils entretiennent de bien étroites relations avec le marché de Berlin.

l'envahissement des douze tribus (1). » « Eh quoi ! s'écriait M. Jourde à la Chambre, vous ne laisseriez pas entrer un officier étranger dans une de nos places fortes ou dans un de nos arsenaux, pourquoi laissez vous entrer des spéculateurs étrangers dans cette place forte qui est le marché de Paris (2) ? »

On a souvent essayé de prétendre que la présence des étrangers dans la coulisse était un bien. M. Juglar disait à la société d'économie politique de Paris : « Il n'y a dans la coulisse qu'un tiers de membres étrangers n'ayant pas fait leur service militaire. On devait s'attendre à en rencontrer un plus grand nombre pour conduire avec un capital suffisant de pareilles affaires ; car en affirmant par des manifestations de blâme, la présence d'un tiers de membres étrangers, c'était repousser le capital étranger lui-même qui voulait bien servir de trait d'union pour les affaires internationales. Du moment que l'on reconnaissait l'utilité de ce marché, il fallait bien que les étrangers y prissent part avec leur crédit et avec leurs ressources, et au lieu de les accueillir avec reconnaissance, on faisait de leur nationalité une cause d'exclusion et de bannissement » (3).

Une première remarque à faire sur l'argumentation de M. Juglar, c'est qu'il essaye de justifier dans la coulisse la présence des capitalistes commanditaires étrangers, et non celle des titulaires. Leur situation est pour-

(1) BOUDON. *La Bourse et ses Hôtes*, p. 367.

(2) *Séance de la Chambre*, 24 février 1894.

(3) JUGLAR. *Discussion à la Société d'économie politique de Paris*, juin 1898.

tant fort différente, les derniers étant seuls des gérants responsables, tandis que les autres ne font qu'apporter des fonds, sans prendre aucune part à la direction. Et puis, si pour avoir des affaires internationales, il est indispensable que les intermédiaires de Paris soient représentés sur les bourses étrangères par des correspondants, est-il nécessaire que ces correspondants soient des commanditaires, apportent un capital, aient à ce titre le droit d'adresser des observations à la gérance et de peser sur ses desseins? ne suffirait-il pas d'entretenir sur chaque place étrangère importante, un mandataire qui pourrait être intéressé dans les affaires accomplies par son intermédiaire? Quant à dire que la France ait besoin du capital étranger pour conduire les entreprises de la coulisse, cela est difficile à comprendre, car le capital français qui suffit à lui seul à fournir les deux cent cinquante millions que représente le parquet, pourrait bien encore prêter à la coulisse les cent millions qui lui sont nécessaires (1).

D'autres auteurs, allant plus loin que M. Juglar, ont essayé sinon de légitimer, au moins de considérer comme indifférente la présence d'un certain nombre d'étrangers parmi les chefs de maison de coulisse. Le coulissier, disent-ils, agit soit comme intermédiaire, soit comme

(1) Evaluation de MARINITSCH, p. 241, *op. cit.* « N'est-il pas de plus assez extraordinaire que plus de la moitié des commanditaires de la coulisse soient allemands. Il est bien évident que la présence de ces commanditaires ne s'explique pas par la seule nécessité d'avoir des correspondants intéressés près des Bourses étrangères, car Paris fait beaucoup plus d'affaires avec Londres qu'avec Berlin.

spéculateur ; s'il agit en la première qualité, il n'est qu'un instrument entre les mains de ses clients, et n'a qu'à exécuter les ordres qui lui sont confiés ; s'il agit comme spéculateur, et que sa nationalité étrangère le pousse à des spéculations nuisibles au crédit français, ne pourra-t-il pas les entreprendre indirectement, en demeurant dans son pays d'origine, par l'entremise des agents de change ? A moins que l'on ne décide que les étrangers ne pourront transmettre leurs ordres à la Bourse de Paris (1).

D'abord, il n'est pas entièrement exact que, même comme intermédiaire, le coulissier n'ait aucune influence sur les opérations qui se font à la Bourse. Ils inondent constamment le pays de circulaires, dans lesquelles il leur est très facile de recommander des opérations contraires aux intérêts de la France. Quant à dire qu'un étranger, envoyant en France ses ordres et les faisant exécuter par un agent de change, pourrait aussi facilement nuire au crédit national, qu'un certain nombre de coulissiers étrangers, installés à Paris, connaissant à fond le marché français, entourés d'une multitude de spéculateurs agissant sous leur inspiration, puisant à bonne source tous les renseignements et n'ayant même pas de courtage à payer, cela est tellement paradoxal qu'il me semble inutile d'insister.

On objecte que la précaution de repousser les cosmopolites sera vaine, car le spéculateur quel qu'il soit, rastaquouère aventurier, ou descendant d'une vieille famille française, ne balance jamais entre son intérêt et

(1) LÉON. *op. cit.* p. 195 et suivantes.

de vains scrupules patriotiques : « Un agent de change, répond M. Boudon, à cette dernière objection, français par la triple influence, de l'hérédité, de l'éducation, du milieu, dont la famille est française depuis des siècles, qui a vu le jour en France, qui a été élevé en France, dont tous les intérêts, toutes les affections sont en France, qui a porté l'uniforme et a encore un grade dans l'armée, qui possède un nom honoré qu'il a souci de transmettre tel à ses enfants, offre évidemment plus de garanties, de dignité, de délicatesse, de dévouement que le premier exotique venu, qui n'a ici, rien à ménager, ni personne. En admettant que cet agent consente à se déshonorer lui et les siens pour quelques milliers d'écus, jamais cet homme ne se prêterait à une manœuvre ayant le caractère d'un attentat contre son pays (1) ».

On n'a qu'à parcourir les débats du Parlement en 1893, lors de la discussion de l'impôt sur les opérations de bourse, et en 1898, lors du vote de l'amendement Fleury-Ravarin, pour y trouver de nombreux exemples du danger que présente pour le crédit de la France cette multitude de spéculateurs étrangers faisant partie de la coulisse de Paris.

(1) BOUDON. *op. cit.*, p. 361. Dans l'exposé des motifs de leur projet de loi, MM. Trarieux et Boulanger reconnaissent que la participation des étrangers aux négociations peut faire naître en cas de complications extérieures de sérieuses inquiétudes. M. PAULIAT, dans le rapport sommaire qu'il a déposé sur le projet de loi Trarieux-Boulanger écrit : « Si lors de la déconfiture de la Caisse des Dépôts et Comptes courants et du Comptoir d'Escompte, nos ministres ont considéré de leur devoir d'intervenir, c'est qu'il y avait à défendre notre place contre les éléments exotiques et suspects qui présentaient le plus grand danger. « Rapport sommaire de M. PAULIAT, Sénat, 9 juillet 1897, annexe n° 223. »

L'emprunt russe de 1891 fût le premier exclusivement réservé au marché de Paris, les emprunts de 1889 et 1890 ayant été émis à la fois sur les marchés de Paris et de Berlin. Aussi la place de Berlin se voyant déposée pour la première fois de la clientèle des fonds russes, entreprit-elle une campagne de baisse grâce à la complicité des intermédiaires allemands qui opèrent à Paris. Non seulement l'emprunt ne fût pas entièrement souscrit, ce qui pourrait s'expliquer en partie par ce fait, que le crédit de la Russie ne lui permettait pas alors d'émettre du 3 0/0, mais encore il se produisit sur le taux d'émission une baisse de 6 fr. 75 (1).

« Au point de vue de son fonctionnement, disent MM. Trarieux, Boulanger, dans l'exposé des motifs de leur projet de loi (2), la coulisse présente des vices d'organisation auxquels il importe de remédier ; les affaires qui s'y traitent n'étant l'objet d'aucun contrôle manquent de sécurité ».

La coulisse manque en effet d'organisation corporative et disciplinaire, en dépit de la formalité de l'inscription à la feuille. Les comités de direction n'ont presque aucune influence, ils n'ont pas pu faire observer par les coulistiers le *modus vivendi* dont ils étaient convenus avec le parquet ; ils n'ont pu empêcher les membres du marché libre d'émettre des valeurs à jet continu, même après la crise des mines d'or. De garanties, de solidarité, il n'y en a point. Pas de cautionnement exi-

(1) Voir le discours de M. Lacombe au Sénat, séance du 26 avril 1893.

(2) Sénat, 15 juin 1897, annexe n° 169.

gible, pas de charge ayant une valeur et pouvant servir jusqu'à due-concurrence à désintéresser les créanciers. Nombreuses sont les maisons qui suivant l'expression de M. Guérin, sont à la merci d'une liquidation (1). Qu'on compare à ce point de vue les agents de change et les coulissiers, et l'on verra « s'il est admissible, comme le disait M. Tirard, que le législateur qui a pris tant de précautions vis-à-vis des agents de change, les a soumis à tant d'obligations, les a sous sa surveillance, dont il connaît les noms et les antécédents, ait eu la pensée d'accorder une liberté absolue à d'autres intermédiaires ». Il est inutile d'insister sur ce sujet sur lequel tout le monde est d'accord.

II. — Dangers qu'offre l'intermédiaire opérant pour son compte.

Tels sont rapidement indiqués les inconvénients de la coulisse qui résultent, de son manque d'organisation et de discipline, de l'absence de garanties morales et

(1) Après la crise des Mines d'or la plupart des maisons de coulisse sombrèrent ; une partie de celles qui avaient pu survivre s'étaient fait reporter de mois en mois, durant le commencement de l'année, ce qu'elles avaient pu faire assez facilement, car la liquidation de fin décembre avait vu les plus bas cours de l'année ; et depuis le 1^{er} janvier les valeurs de spéculation avaient bénéficié d'une amélioration très sensible. Mais en juillet les affaires de Crète provoquent des réalisations et par suite des différences variant du 2 au 10 0/0 du capital réel, les coulissiers en liquidation de juillet ne trouvent pas à se faire reporter, sont forcés de réaliser, les cours s'avilissent encore, et de nombreuses maisons de coulisse disparaissent.

pécuniaires de son personnel. Pourtant, si là se bornaient les reproches qu'on peut lui adresser, il serait facile d'y remédier : Il suffirait que la coulisse ne se recrutasse que parmi des Français honorables, jouissant de la solvabilité et de la capacité professionnelle nécessaires, et que l'on imposasse à ses membres, avec un cautionnement, l'obligation de se soumettre à une autorité constituée ; ou plutôt on augmenterait le nombre des agents de change, car le coulissier ainsi transformé, serait un véritable officier ministériel. La solution n'est pas si simple que cela.

Nous avons vu en effet, en parcourant les avantages de la coulisse, que presque tous, ils provenaient de ce que le coulissier peut faire des opérations pour son compte. Mais cette possibilité pour le coulissier de servir de contre-partie à ses clients, d'être à la fois intermédiaire et spéculateur, constitue ce que l'on pourrait appeler le vice constitutif et fondamental de la coulisse.

S'il est en effet une règle qui ait toujours été considérée comme essentielle et fondamentale, depuis l'origine de notre marché financier français, c'est celle qui interdit à l'intermédiaire de faire des opérations pour son propre compte ; imposée déjà aux courtiers du ^{xvi}^e siècle, reproduite dans l'ordonnance de 1673, cette prescription est reconnue comme nécessaire, même par la Révolution, qui pourtant abolit le monopole des agents de change (1) : « L'intérêt du commerce, dit en effet M. Roussillon, commande impérieusement que

(1) *Loi* du 8 mai 1791.

les agents de change qui ne sont que des intermédiaires ne puissent faire des opérations pour leur compte ; sans cette incompatibilité, ils tourneraient à leur profit la connaissance qu'ils auraient des différentes opérations qui se font dans le commerce (1). » Même règle inscrite dans le Code de commerce à la suite des mêmes constatations faites dans les travaux préparatoires. Un intermédiaire qui fait pour son compte des opérations de commerce, n'est qu'un rival trompeur, un concurrent dangereux, qui usurpe des droits illégitimes en prenant un caractère qui ne lui appartient pas. MM. Trarieux et Boulanger reconnaissent eux-mêmes qu'il ne faut pas « que le mandataire ait dans l'exécution du mandat la préoccupation d'un intérêt personnel, étranger à celui de son mandant (2) ».

Le coulissier, au contraire, cumule les deux fonctions d'intermédiaire et de spéculateur, et il se trouve d'avoir, toutes les fois qu'il joue le rôle de contre-partie, des intérêts diamétralement opposés à ceux de son donneur d'ordres. De plus, par la réunion des ordres qui lui sont transmis, le coulissier est à même de connaître la situation de la place et peut jouer presque sans péril à la hausse et à la baisse, suivant les tendances générales des ordres qu'il a mission d'exécuter (3). Et puis, ainsi que le dit le rapport de la commission italienne de 1872, l'intermédiaire se présente comme un mandataire,

(1) ROUSSILLON. *Rapport au comité d'agriculture et de commerce.*

(2) *Exposé des motifs du projet de loi Trarieux.* BOULANGER. Sénat 15 juin 1897, annexe n° 169.

(3) *Journal des intérêts matériels*, 1896, t. I.

chargé de défendre les intérêts de ses clients ; il indique aux capitalistes qui recourent à lui, le mode d'emploi de leurs fonds (1). Eh bien ! le coulissier faisant la contre-partie de son client, ne poussera-t-il pas à la vente des valeurs sur lesquelles il est engagé à la baisse, ou bien à l'achat des valeurs que personnellement il désire vendre.

Un des plus grands dangers que présente pour la coulisse, la possibilité de faire des opérations pour son propre compte, c'est que cela l'entraîne aussi à faire d'anonymes introductions de titres, sans production d'éléments certifiés d'appréciations. Le coulissier a voulu supprimer le banquier, intermédiaire naturel, placé entre le public et celui qui avait des titres à placer ; mais cette suppression a été néfaste. Le banquier, en effet, ne présentait le titre au public, qu'après avoir fait une enquête préalable ; responsable matériellement des faits faux avancés, il l'était encore moralement des erreurs de jugement qu'il avait pu commettre dans ses appréciations de l'avenir du titre ; le souci enfin de conserver sa clientèle, l'obligeait à suivre l'entreprise dans son développement, et le cas échéant, à prendre la défense de ceux qui avaient eu confiance en lui (2).

Comment s'y prenaient donc, surtout lors de la crise des mines d'or, les coulissiers émetteurs de titres ? Ils usaient pour cela de deux procédés : Ils commençaient par inonder le pays de prospectus mensongers, faisant de l'entreprise la description la plus fausse : annonçant

(1) *Journal de droit international privé*, 1878, p. 25.

(2) *Journal des intérêts matériels*, 1895, t. 2, n° 78.

comme ils le firent pour la Wakana, par exemple, des teneurs de 13 k. 300 d'or à la tonne, alors que la mine n'était pas encore ouverte et que des essais ultérieurs faits sérieusement, prouvèrent des teneurs variant de 40 gr. à 100 gr. par tonne. Une fois l'attention du public attirée, il se constitue un syndicat de coulissiers possédant à eux seuls la totalité des titres. Ces coulissiers pratiquent alors directement et pour le compte les uns des autres, des ventes de titre; savamment ils graduent la hausse, peu à peu le public achète et garde ses titres avec confiance, en voyant la hausse s'accroître tous les jours. Lorsque le syndicat est parvenu à se débarrasser de tous ses titres, les cours, n'étant plus soutenus, s'effondrent lamentablement (1). Lors de la vogue des mines d'or, on a vu en coulisse jusqu'à trois introduc-

(1) Pour montrer l'art avec lequel les coulissiers ont su faire monter les prix de titres sans valeur aucune, il suffit de citer un exemple des plus typiques, celui de la Wakana. Le capital nominal était de 700.000 fr., soit 7.000 actions de 100 fr., mais le capital effectivement versé n'était que de 375.000 fr., car on avait attribué au fondateur Jacob, pour son apport, 2.250 actions libérées. En outre, on réservait audit Jacob, lisez au syndicat de coulissiers, 60 % dans les bénéfices, lesquels étaient représentés par 50.000 parts de fondateurs. Grâce aux lacunes de notre loi, qui ne parle même pas des parts de fondateurs, le syndicat avec 375.000 fr. créait 57.000 titres. Outre les 60 % réservés à Jacob sous forme de parts de fondateurs, les 5 % de bénéfices qui doivent constituer la réserve légale, il faut compter 10 % que se ménagent les administrateurs. Sur les 25 % de bénéfices restant, Jacob en a pour sa part les 45 %, il reste donc aux véritables actionnaires 13 % dans les bénéfices futurs de l'entreprise. Eh ! bien, à ces actions, grâce aux ventes des coulissiers syndicaux, on est arrivé à faire coter 5.000 fr. et 980 fr. aux parts, et les 375.000 fr. versés ont eu, au mois de mai 1895, une valeur nominale de 80.000.000 de francs.

tions ou émissions de titres en une seule journée. A tous les dangers énumérés plus haut que présente pour un intermédiaire le fait de spéculer pour son propre compte, il en est encore un autre tenant au défaut de garantie de la coulisse. Les maisons de coulisse en effet, vivent de crédit, n'ayant qu'un capital hors de proportion avec les spéculations entreprises et point de réserves. On conçoit facilement le danger que présente pour un marché, une réunion de 250 ou 300 individus qui jouent sans contrôle et sans frein et qui, au moment d'une débâcle, se trouvent presque tous engagés au-delà de leurs forces. Les premiers qui tombent entraînent leurs collègues avec eux, et le marché tout entier se trouve pour un temps compromis.

C'est ainsi que la possibilité de faire des opérations pour son propre compte, véritable raison d'être du coulissier, entraîne de si graves inconvénients, parce que la qualité de spéculateur est jointe à celle d'intermédiaire.

TITRE DEUXIÈME

DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

CHAPITRE IX

Des applications de l'État et des émissions des grandes compagnies

Les établissements de crédit sont avec la coulisse les deux institutions qui par leurs opérations, portent la plus grave atteinte au monopole des agents de change. Pourtant à côté d'elles, il en est quelques autres moins connues, présentant par leur façon d'opérer, de grandes analogies avec les établissements de crédit et dont l'étude doit logiquement précéder celle de ces derniers.

Il faut d'abord noter la centralisation opérée par l'État de toutes les opérations des caisses publiques et cela dans un but d'économie pour le Trésor. Jusqu'en 1885, chaque

caisse d'épargne et chaque trésorerie, faisait ses opérations, achats ou ventes de titres, suivant les besoins de sa clientèle, tant sur le marché de Paris, que sur ceux de province. Lors de la crise de la soie par exemple, l'agent de change représentant de la trésorerie du Rhône, recevait des ordres de vente, car Lyon ayant besoin d'argent, les retraits des caisses d'épargne l'emportaient de beaucoup sur les dépôts, et le trésorier recevait des ordres de vendre leurs rentes. Durant la même période, la métallurgie étant en pleine prospérité : Saint-Etienne, par sa trésorerie et par ses caisses d'épargne qui avaient des excédents de dépôts achetait de la rente, et n'ayant pas de parquet, s'adressait à Paris. Les rentes vendues par Lyon trouvaient leur contre-partie dans les achats de Saint-Etienne passant par Paris, et le Trésor payait un courtage à l'agent de Paris, un autre à celui de Lyon ; de plus, comme les achats locaux de Lyon n'avaient pas suffi pour absorber les ventes, les cours avaient fléchi jusqu'à ce qu'ils eussent provoqué les achats de Paris, le Trésor avait à subir une perte provenant de l'arbitrage devenu nécessaire. Il en était de même, par exemple, en cas de mauvaise récolte de blé. Les pays producteurs voient baisser leurs dépôts à la caisse d'épargne et leurs disponibilités dans les trésoreries. En sens inverses, les villes importatrices comme le Havre ou Marseille, voyaient augmenter leur prospérité. Les caisses d'épargne et les trésoreries des pays producteurs, se voyaient obligées de vendre leurs rentes, les villes importatrices achetaient ; les unes et les autres, opéraient sur leurs marchés respectifs par l'intermédiaire de leur agent de

change, de sorte que sur chaque place, tout le monde était dans le même sens, et outre le courtage on perdait les quelques centimes nécessaires pour provoquer les arbitrages de Paris.

Aujourd'hui tout est centralisé; les ventes de Lyon sont compensées par les achats de Saint-Etienne, les achats des villes de commerce importatrices de blé le sont par les ventes des pays producteurs. Pour se rendre un compte exact de ces compensations, il suffit de rapprocher les tableaux publiés par chaque caisse d'épargne et indiquant les mouvements de versements et ceux de retraits, des opérations effectuées en solde sur le marché de Paris. Il y avait une spéculation énorme, journalière qui naissait de ces affaires, et qui ne trouvant plus son aliment a disparu. Aujourd'hui les déplacements des rentes ne sont plus apparents, on n'entrevoit plus qu'une seule chose, le solde, le résidu alors que toutes les compensations ont été opérées.

Ce n'est pas seulement l'Etat qui fait ainsi concurrence à l'agent de change, mais encore les grandes compagnies de chemins de fer. Le montant des obligations de chemins de fer s'élève à plus de vingt milliards.

Pour ces obligations nous sommes entrés aujourd'hui dans la période des amortissements. Un obligataire ayant ses titres amortis aurait donc des fonds à recevoir de la caisse de la compagnie, et devrait ensuite s'adresser à son agent de change pour le emploi de la somme reçue. Mais d'autre part la création de lignes nouvelles, les améliorations, les reconstitutions de matériel, demandent de nouveaux capitaux, nécessité qui se traduit par des autorisations ministérielles d'émettre

des obligations nouvelles. Pour le placement de ces obligations point n'est besoin d'agents de change, ni de banquiers ; les chefs de gare de la compagnie font cet office et remettent au porteur du titre amorti un titre nouveau qui vient de se créer. De plus des compagnies comme le Nord n'empruntant plus et remboursant toujours, se sont mis à pratiquer une ingénieuse mutualité. Elles ont offert en effet aux autres compagnies de transformer les capitaux qu'elles-mêmes remboursent à leurs propres porteurs, en titres des compagnies emprunteuses. De plus, il y a en France, un certain nombre de réseaux secondaires exploités par des compagnies, qui elles aussi ont besoin d'emprunter et par conséquent désirent émettre des obligations. Les grandes compagnies ont proposé à ces compagnies de moindre importance de ne pas s'adresser au marché public, à l'agent de change ; aujourd'hui les petites compagnies donnent aux grandes les obligations qu'elles créent et ces dernières bénéficient de l'écart existant entre leur propre crédit et celui des compagnies de moindre surface qui leur ont livré leurs titres.

Lorsque les compagnies font leurs émissions par ventes quotidiennes et aux guichets des gares, il ne faut pas que les obligations qui se cotent en bourse, descendent à un prix inférieur ou trop inférieur à celui auquel les compagnies émettent les leurs.

En même temps donc que les compagnies avertissent leurs intermédiaires et correspondants habituels, agents de change, banquiers, qu'elles délivreront à 472 fr. par exemple, les obligations dont ces derniers auront besoin pour leur clientèle ; en même temps qu'elles vendent

dans toutes les gares du réseau ces mêmes titres à ce prix de 472 fr., elles donnent l'ordre à un ou plusieurs agents de change d'empêcher que les actions, obligations anciennes tombent sur le marché à un prix trop inférieur à 472 fr. Dans ce but, elles les autorisent à acheter tous les titres offerts sur le marché à un prix inférieur à celui que la compagnie leur fixe. Peu importe en effet aux compagnies de faire acheter en bourse une certaine quantité de titres, si d'autre part elles en revendent quatre ou cinq fois plus (1).

En fait, le prix des obligations vendues aux guichets des gares, est souvent supérieur de quelques francs aux cours cotés à la Bourse. M. Manchez qui fait cette observation, conclut « que l'écart entre le taux de l'émission et le cours coté à la Bourse peut être justifié quand il s'agit de titres nominatifs, parce que l'achat à la Bourse sous cette forme, comprend en plus du courtage, des droits de transfert s'élevant à peu près à 2 fr. 50 par obligation de 500 fr. Mais l'écart n'est pas justifié pour les titres au porteur dont l'achat n'entraîne que le montant du courtage. Les prix de vente dans les gares devraient être ainsi différents, suivant que l'acheteur demande un titre au porteur ou un titre nominatif (2). »

Quelle est la raison de la différence entre le prix de l'obligation en Bourse, et celui de l'obligation prise aux

(1) NEYMARCK. *La Cote officielle de la Bourse et la cote en banque. Revue des sociétés*, 1890. Les grandes compagnies ont aujourd'hui une situation pécuniaire si bien assise, qu'elles n'ont plus guère besoin de soutenir artificiellement leurs cours.

(2) MANCHEZ. *De la Réorganisation de la Bourse de Paris*, p. 19.

guichets de la compagnie ? C'est que les compagnies trouvent ainsi le moyen d'exercer une action sur les offres et les demandes du public. La compagnie a-t-elle besoin d'argent ; immédiatement elle baisse le prix de vente de ses obligations aux guichets de ses gares, et comme conséquence le cours coté en Bourse fléchit à son tour dans la même mesure ; les acheteurs veulent profiter de ces bas cours et la compagnie vend un plus grand nombre de ses obligations. La compagnie a-t-elle au contraire, dans ses caisses des réserves suffisantes, elle arrête la vente des obligations en haussant leur prix au-dessus du cours de la Bourse. Mais cette hausse du prix de vente aux guichets des compagnies n'en a pas moins deux résultats fâcheux : Elle a pour contre-coup immédiat une hausse à la Bourse, absolument imprévue qui n'était pas dans la logique des cours. De plus, à cause d'elle, certains acquéreurs paient leurs obligations sans s'en douter quelques francs de plus qu'à la Bourse ; alors que s'ils eussent connu la différence entre les deux prix, ils se fussent certainement adressé à un agent de change.

Les compagnies de chemins de fer ne sont pas les seules à vendre à leurs guichets des obligations déjà cotées en Bourse. C'est ainsi que le Crédit foncier use de ce mode d'émission si avantageux, et vend à guichets ouverts des obligations foncières. La ville de Paris, elle aussi, offre ses obligations à sa caisse municipale. « Si l'on en croit, dit à ce sujet M. Manchez, ce qui a été publié récemment par un journal du matin au sujet du dernier emprunt de la ville de Paris, un groupe financier avait donné son concours au placement des obli-

gations de la ville de Paris, à condition que la caisse municipale n'offrit ses obligations qu'au-dessus du cours réel de la Bourse ». M. Manchez termine en regrettant ces mesures, « qui ont des effets contraires à ceux de la libre concurrence, et déterminent le renchérissement des prix des titres mobiliers au détriment des intérêts du public (1) ». Il ne semble pas, que le traité intervenu entre les financiers et la ville de Paris puisse avoir l'effet que redoute M. Manchez. Le véritable motif de cet accord entre la ville et les financiers chargés du placement des titres, n'est-il pas tout simplement, que ces derniers ont voulu éviter ainsi la concurrence que la ville aurait pu leur faire ?

(1) MANCHEZ, *op. cit.* p. 20.

CHAPITRE X

FONCTIONNEMENT DES SOCIÉTÉS DE CRÉDIT

I. — Evolution des Sociétés de crédit.

Jusqu'en 1882, les sociétés de crédit n'avaient pas le caractère qu'elles ont pris depuis cette époque. Elles se considéraient alors, moins comme des caisses de dépôt, que comme des créatrices d'affaires. Les nombreuses sociétés de banques, de chemins de fer qui virent le jour de 1876 à 1881 furent leur œuvre. Malheureusement toutes ces entreprises lancées à une époque de fièvre et de spéculation folle, virent leur titres émis à des taux majorés sans mesure. Puis vint le krach de 1882, la plupart de ces entreprises sombrèrent, celles d'entre elles qui survécurent, n'ont pas encore retrouvé après une période de hausse longue de près de vingt ans, les cours qu'elles avaient connu durant les années 1880 et 1881. A partir de cette époque les sociétés de crédit s'engagèrent dans une autre voie.

De banques uniquement créatrices d'affaires, elles devinrent, avant tout, banques de dépôt, centralisant dans leurs caisses tous les capitaux disponibles et déclarant dans tous les rapports lus aux assemblées générales d'actionnaires qu'elles ne voulaient plus faire que des opérations de banque proprement dites, renonçant à se servir des fonds déposés par leur clientèle, pour se livrer elles-mêmes à des créations d'entreprises financières industrielles et commerciales (1), mais continuant cependant à prêter leur intermédiaire pour l'émission de valeurs à écoulement facile. A l'initiation des autres grands bazars de nouveautés, de quincaillerie ou de comestibles, dans lesquels se trouvent rassemblés, sous les apparences les plus tentantes, par le choix et la variété des marchandises en étalage, ce qui constitue le confort quotidien de la vie, il était fatal que l'argent suivrait la même voie, subirait la même loi de concentration, de rassemblement et d'étalage. « Toujours est-il, dit M. Thiébaud, que voilà l'argent organisé et installé dans ces caravansérails aux milliers d'employés, offrant au innombrables passants ses transformations, ses mobilisations, ses entreprises, ses retraites et ses abris ; le tout classé, étiqueté à des guichets affriolants, derrière lesquels siègent à la fois l'impeccable comptabilité et le prudent avis (2). »

(1) L'effondrement du Comptoir d'Escompte et la chute de la Société des dépôts et comptes courants, dernières convulsions d'une crise qui avait éclaté huit ans auparavant poussèrent encore les sociétés de crédit à persister dans la voie dans laquelle elles s'étaient engagées. V. MANCHEZ. *op. cit.*

(2) THIÉBAUD. *Les Grands Guichets, Gaulois*, 9 et 16 octobre 1897.

Les établissements de crédit ont multiplié leurs succursales dans tous les centres d'affaires de quelque importance ; elles ont drainé et fait affluer dans leurs caisses tous les capitaux disponibles du pays. Pendant ces dernières années, pour les quatre établissements de crédit, les dépôts ont augmenté de près d'un milliard. En 1887, ils s'élevaient à 1 milliard 67 millions, à la fin de 1896, à 1 milliard 863 millions pour dépasser 2 milliards à la fin de 1897, et l'on constate que la courbe tend toujours à s'accroître (1). Comme pour servir de contreparties à cette énorme quantité de fonds, constitués en grande partie par des dépôts à vue, il ne fallait que des emplois facilement réalisables, les sociétés de crédit se mirent à rechercher à l'envie les effets de commerce escomptables à la banque de France. « La clientèle mise, suivant l'heureuse expression de M. Manchez, au régime fort commode des offres de services au rabais ne se fit pas longtemps prier et abandonna le petit banquier (2). »

Non contentes d'avoir fait tomber le taux de l'escompte, au taux de simple loyer de l'argent, les sociétés de crédit dans leur lutte avec le petit banquier, voulurent avoir encore un point de ressemblance de plus avec les grands magasins dans leur lutte avec les petits, et ils eurent aussi leurs articles de réclame. Les grands magasins exposent couramment des articles dont la

(1) DÜSSAUSSOY. Discours à la Chambre des députés, séance du 4 mars 1898. *Journal des Economistes*, 15 juillet 1898. Les sociétés de crédit en 1897.

(2) MANCHEZ, *op. cit.*, p. 31.

vente ne leur procure aucun bénéfice appréciable, mais dont l'offre attire la foule devant leurs comptoirs ; les grands établissements de crédit firent de même : en même temps qu'ils faisaient tomber l'escompte à un prix impossible pour les banques locales, ils ajoutaient d'autres articles de réclame, destinés uniquement à faire affluer le public devant leurs guichets, comme par exemple, la garde des titres, la location des coffres-forts, le service des coupons sans frais souvent, parfois même allant jusqu'à payer les coupons trois semaines avant l'échéance, sans retenue aucune, et en tous cas, louant toujours leurs services à des prix exceptionnels de bon marché (1).

II. — Rôle des Sociétés de crédit.

Si les sociétés de crédit désirent tant voir le public entrer en contact avec elles, leur apporter ses dépôts, avoir confiance en leurs conseils et se laisser conduire par elles avec docilité dans les chemins aléatoires de la fortune, c'est surtout afin de pouvoir placer facilement les titres, de l'émission desquels elles se sont chargées.

Les emprunts se font de deux façons, ou bien direc-

(1) Il est évident que ces pratiques sont destinées surtout à amener la disparition des banques locales ; et telle société qui, dans une grande ville, paiera des coupons pour une somme minime, opérera sur ces coupons une retenue allant jusqu'au 7 % dans les villes où elles n'ont pas de concurrence à redouter. Voir *Discussion à la Société d'économie politique nationale*, mars 1898.

tement par souscription publique ou bien par l'entremise d'un syndicat de garantie. Dans le premier cas, la banque remplit seulement un rôle de mandataire vis-à-vis de l'Etat ou de la société qui emprunte ; tandis que dans l'autre cas, ayant pris ferme le lot de titres à émettre, elle n'est plus simple intermédiaire, mais agit pour son propre compte et se présente en quelque sorte comme l'endosseur des valeurs émises par elle. Dans ce second procédé, qui est le plus communément employé (1), les banques et les sociétés de crédit versent immédiatement entre les mains de l'emprunteur, la somme demandée, et deviennent propriétaires des titres de l'emprunt, avant que le public ait la faculté de s'en pourvoir ; elles essayent ensuite de les écouler, quelquefois d'un seul bloc, par une souscription publique, le plus ordinairement, directement dans leur clientèle, en échange de dépôts (2).

(1) Le premier procédé ne peut être employé que par des Etats ou des sociétés dont le crédit est au-dessus de toute discussion.

(2) Maurice LEVANDOWSKI. *De la protection des capitaux empruntés en France par les Etats étrangers et les sociétés*, p. 167 et suiv. Suivant que l'un ou l'autre de ces deux modes d'émission est employé, la jurisprudence fait varier la responsabilité des établissements émetteurs. Si les banques ont été simples intermédiaires prêtant leurs guichets, elles ont joué un rôle purement passif et ne peuvent encourir de ce fait aucune responsabilité ; si, au contraire elles ont pris ferme l'emprunt, elles seules jouent le rôle de prêteurs, vis-à-vis de l'Etat et de la société, alors que vis-à-vis du public, elles se comportent comme un vendeur de choses mobilières soumis par conséquent, à certaines obligations de garantie. Cependant la jurisprudence reconnaît aux emprunts d'Etat un caractère spécial, modifiant la situation juridique du banquier émetteur. Ce dernier joue uniquement le rôle de mandataire :

On a beaucoup reproché aux sociétés de crédit, de ne pas mettre une partie de leurs immenses ressources à la disposition des affaires françaises ayant un caractère agricole, industriel et commercial. Cela provient de ce que le public ne veut entendre parler que de fonds d'Etat ou de valeurs garanties par les États ; les sociétés de crédit, faisant la plus grande partie de leurs opérations avec des dépôts, sont obligées de ne faire que des opérations se dénouant rapidement, et pour cela sont dans la nécessité de se conformer au goût du public. De plus, suivant la remarque très juste de M. Manchez, tous les établissements de crédit français étant à la recherche des mêmes valeurs, les Etats profitent de la situation pour tenir leurs prix élevés. « Et c'est la clientèle qui subit les conséquences de cette concurrence, en effectuant ses placements à des conditions de moins en moins avantageuses. Les Etats étrangers ont ainsi deux crédits : celui qu'ils méritent — c'est le vrai pour leurs nationaux — et celui que nous leur faisons chez nous ; le plus souvent ce dernier est exagéré (1) ».

« Il est inadmissible, dit la Cour de Paris, qu'un Etat, au moment même où il fait appel au crédit étranger, commence par mettre lui-même sa solvabilité ou sa bonne foi en suspicion, en faisant intervenir de simples particuliers comme ses obligés ou ses cautions », Paris, 12 février 1880, *Le Droit*, 9 mars 1880, *Affaire des emprunts du Honduras*, et *Tribun. de la Seine*, 10 janvier 77, S., 78, t. 346. *Affaire des emprunts péruviens*. Voir pour l'étude et l'appréciation de cette jurisprudence très contestable, l'excellent ouvrage de M. Maurice Levandowski.

(1) MANCHEZ. *Op. cit.* p. 31. On a ainsi abouti à ce résultat qu'avec un taux d'intérêt qui va tous les jours en s'avilissant, l'industrie française ne peut se procurer les capitaux dont elle a besoin.

Mais s'il est impossible aux établissements de crédit, de briser le courant qui pousse les petits rentiers à ne vouloir que des fonds d'Etat, ne pourraient-ils pas au moins le faire infléchir peu à peu dans un autre sens, et user de leur influence pour attirer l'attention du public sur les affaires industrielles. Ils pourraient ainsi jouer dans ce cas un rôle plus utile que les banques locales qu'ils ont tant contribué à faire disparaître (1). et qui cependant, à certains points de vue leur étaient supérieures.

A la suite de leur transformation, les sociétés de crédit, ont été amenées peu à peu à devenir un des rouages importants de la Bourse moderne. Dépositaires des titres de leur clientèle, elles n'ont pas tardé à devenir des intermédiaires tout désignés pour l'échange de ces titres ; ayant dans leurs caisses d'énormes disponibilités les reports se sont présentés à elles, comme une des

(1) Si les sociétés de crédit doivent être considérées comme étant une des causes principales de la disparition des banques locales, elles ne doivent pas en porter seules toute la responsabilité. Les caisses d'épargne ont sucé des centaines et des centaines de millions de disponibilités, qui autrefois restaient chez le notaire et chez le banquier. Comme l'Etat donne 2.75 % au porteur du livret, et qu'avec le taux de l'escompte à 2% le banquier ne peut plus payer ce taux à ses déposants, ceux-ci vont à la caisse d'épargne. Les banques locales tiraient autrefois des bénéfices notables des recouvrements qu'elles effectuaient elles-mêmes, la poste de l'Etat les a faits à des conditions tellement réduites, que les banques locales ne peuvent plus les faire avec profit. Ce sont ensuite les valeurs à lots et les obligations des chemins de fer qui sont allés chercher dans le plus petit village, l'argent disponible, autrefois déposé à la banque locale. V. *Discussion à la société d'économie politique nationale dans l'Economiste Européen*, mars 1898.

opérations à courte échéance offrant le plus de bénéfices. C'est de ce rôle joué par les sociétés de crédit en tant qu'organe du marché financier que nous avons à nous occuper tout particulièrement.

CHAPITRE XI

LES SOCIÉTÉS DE CRÉDIT ET LA BOURSE

I. — Des émissions.

Non contents de faire ce que l'on appelle des opérations de banque, de les accaparer lentement, et d'entrevoir à courte échéance l'époque à laquelle ils seront devenus les uniques banquiers, les établissements de crédit, nous l'avons vu, ont été amenés peu à peu, à faire aussi des opérations de Bourse, et ils sont en voie de devenir un organe prépondérant de la Bourse, comme ils sont déjà aujourd'hui les maîtres de la banque.

Sur un titre quelconque, il se fait trois opérations : L'émission, la vente au comptant, et la vente à terme (1). En elles se résume toute la Bourse moderne ; il

(1) Pour que la vente à terme puisse pratiquement s'opérer, il faut des valeurs ayant une assez grande diffusion.

faut d'abord qu'un titre une fois créé, soit répandu dans le public, soit classé ; il faut ensuite que les différents porteurs puissent vendre les titres dont ils sont nantis à d'autres personnes qui désirent à leur tour en devenir propriétaires.

De ces trois opérations, la première revient tout naturellement à l'établissement de crédit. C'est lui, en effet, qui en vertu de son installation, de ses relations, de son influence, est tout désigné pour mettre en rapport ceux qui ont besoin d'argent, avec les rentiers en quête d'un placement : je vous offre, dit-il à ces derniers dans le prospectus d'émission, je vous offre telle valeur à tel prix ; cette valeur présente tels avantages, offre telles garanties. Le rentier examine les dires du prospectus, sait que l'établissement est moralement responsable de la vérité de ses allégations, qu'en cas de mauvaise foi il pourrait même être poursuivi, et après mûre réflexion, se décide en connaissance de cause. Dans l'émission ainsi faite, le rôle de l'établissement de crédit est certes d'une grande importance, mais enfin il est possible de discuter ses allégations ; le public est éclairé par les polémiques qui s'engagent dans les journaux, et trouve dans cette émission faite au grand jour une garantie de bonne foi.

Aujourd'hui, les établissements de crédit ont une tendance de plus en plus grande à pratiquer leurs émissions d'une toute autre façon : Jusqu'ici dans chaque émission ils jouaient un rôle très important, prépondérant même, ils ont trouvé que cela ne leur suffisait pas et voici qu'ils veulent avoir seuls un rôle à jouer. Ils n'hésitent pas à s'approprier les procédés des petites maisons financières, dont les agents

parcourent les campagnes pour placer à domicile des titres de qualité douteuse. Au courant des affaires de la clientèle, les agents de ces établissements de crédit se présentent chez elle au moment psychologique pour proposer leur placement. Un chroniqueur financier décrit ainsi la façon dont se pratiquent aujourd'hui la plupart des émissions : « Un ordre part du siège social à l'adresse de toutes les agences : il faut que dans un délai déterminé, délai fort court le plus souvent, chaque agence ait placé le nombre de titres qui lui a été assigné. L'intérêt de son chef est lié à la prompte exécution des instructions de l'administration centrale. On conçoit l'efficacité de pareils moyens au profit de l'établissement de crédit qui les applique. On s'est étonné des ventes continues de 3 % français. Ces ventes ne paraissent pas avoir d'autre cause que le système de placement que nous venons d'indiquer (1) ».

L'émission occulte faite aux guichets des établissements de crédit, et au domicile de la clientèle, présente plusieurs inconvénients ; le premier, que nous avons déjà examiné, c'est que l'émission ainsi faite n'a pas le caractère essentiel de libre discussion ; le second, c'est qu'il arrivera souvent à la clientèle de ne pouvoir vendre le titre qu'en y consentant une perte plus ou moins forte ; et cela est facile à comprendre : Aucune publicité n'ayant été faite lors de la création du titre, ce dernier se trouve complètement inconnu du monde des rentiers et de la Bourse en général, personne ne se présentera pour l'acheter ; de plus comme aucun marché à terme n'est

(1) *Semaine financière du Temps*, 10 octobre 1987.

organisé sur ce titre, comme la spéculation l'ignore presque complètement, il est à la merci du premier venu qui voudra écraser les cours, ou du premier fait qui pourrait jeter sur lui le discrédit. Un événement favorable qui devrait faire hausser ces cours, sera au contraire presque sans influence, car le titre étant inconnu, cet événement heureux ne le fera que peu demander. Seuls les établissements de crédit gagneront à cette façon de procéder : D'abord leurs émissions sont rendues bien plus faciles. Chaque fois que l'occasion s'en présente, en échange d'argent déposé, lors du paiement d'un coupon, ils trouvent moyen de placer quelques titres (1). Ensuite, leur puissance, leur influence se trouvent ainsi considérablement accrues, jusqu'au jour où rien ne pouvant les contrecarrer, elles pourront s'exercer sans contrepoids (2).

(1) Certaines sociétés de crédit sont assez puissantes pour placer des emprunts d'Etat dans leur clientèle par la seule conversion des dépôts temporaires en placements de valeurs. Le canton des Grisons avait besoin de 10 millions et s'adressait à la Bourse de Paris, le Crédit Lyonnais lui donne cet argent et propose les titres à ses déposants.

(2) Il faut ajouter à la décharge des grandes sociétés de crédit que les exigences déplorables de la presse ont été en partie cause de cette façon de procéder. Lorsqu'une société de crédit veut émettre publiquement un emprunt, elle est obligée de réunir les chroniqueurs financiers des grands quotidiens, et alors s'établit le plus odieux des marchandages. Tel journal est payé uniquement pour se taire; tel autre annoncera l'émission, mais sans commentaire aucun; un troisième dont la clientèle semble présenter de nombreux souscripteurs possibles, entonnera le grand hymne de bravoure. Malgré toute l'habileté du directeur de l'établissement de crédit, tout cela coûte excessivement cher. Si la société émettrice ne consent pas à subir ces exigences, alors commence contre

II. — Des applications.

Ce n'est pas seulement en tant qu'émetteurs que les établissements de crédit ont une influence sur les affaires de Bourse ; leur situation de dépositaires de la fortune publique les a amenés à assumer de plus en plus le rôle de courtier. Ayant la garde de l'argent et des titres de l'épargne, ils se sont trouvés avoir le soin de l'emploi des sommes déposées et de la négociation des titres confiés.

Les sociétés de crédit ont, tant dans leurs succursales de France que de l'étranger, pour plusieurs dizaines de milliards de francs de titres, d'autre part elles ont en dépôt plus de deux milliards de francs. Quelle va être la conséquence de cette situation de fait ? Un habitant de Valence a en dépôt au Crédit lyonnais cent actions P.-L.-M. qu'il désire vendre. Pour cela, il faut qu'il écrive à Paris ou à Lyon et donne ordre, qu'il attende avis, fasse retirer ses titres du Crédit lyonnais, les en-

elle une campagne de dénigrement et de calomnie. Il serait facile de citer des émissions dont l'échec est uniquement dû à cette cause. Aussi les sociétés de crédit voulant éviter ces frais et ces désagréments, émettent-elles leurs emprunts d'une façon occulte, pour que la presse ne puisse pas s'en occuper. Inutile de dire, que là encore, pas de règle sans exceptions. Lorsque la commission des Bourses en Allemagne s'est occupée de cette question, on a cité l'exemple de Leroy-Beaulieu et de sa campagne contre le Panama. SAYONS. *Etude juridique et économique sur les Bourses allemandes*, p. 187. V. aussi sur ce sujet MARINITSCH, *op., cit.* p. 292 et suiv.

voie à son agent de change, et reçoive enfin son argent grevé de frais d'envoi considérables, ou fournisse à la société de crédit un chèque sur son agent. Le Crédit lyonnais lui dit : « C'est moi qui paierai votre traite, vos titres sont chez moi; si vous le voulez, c'est moi qui vendrai vos titres au même prix, aux mêmes conditions. Je débiterai votre compte de titres de 100 actions P.-L.-M.; je créditerai votre compte courant du montant de ces actions, et l'opération sera faite pour vous, avec économie de temps, de risques et d'intérêts ». La société de crédit tient à peu près le raisonnement à une autre personne ayant des fonds en dépôt et qui désire acheter des actions P.-L.-M. En dépouillant son courrier, la société de crédit a ainsi un grand nombre d'ordres de vente et d'achat qu'elle se compense, elle les applique elle-même sans s'adresser à un agent de change; essaye ensuite de compenser son solde avec un autre établissement de crédit, et c'est seulement pour le surplus pour lequel l'application a été impossible que la société de crédit s'adresse à l'agent de change. Quelle est la conséquence de cet accaparement de jour en jour plus sensible du marché au comptant pour les sociétés de crédit ?

Suivant les uns, comme M. Manchez (1), les applications des sociétés de crédit, ont une influence néfaste, sur le marché financier, et par la pénurie des affaires, ont amené en partie la désorganisation actuelle. « La sincérité des cours des valeurs mobilières, ne peut être

(1) MANCHEZ. *Réorganisation de la Bourse de Paris*, p. 20 et suiv. *Discussion de la Société d'économie politique*, 6 juin 1898. *Bulletins financiers du Temps*. 10 octobre 1897, 26 décembre 1897.

obtenue qu'à la condition que toutes les négociations convergent vers un marché unique, et s'y opèrent publiquement. L'art. 43 du décret du 8 octobre 1890, et relatif à l'organisation du marché financier, ne prescrit-il pas que :

« Les prix offerts et demandés sont, dans tous les cas, dans les boursés pourvues d'un parquet, annoncés à haute voix. Les mêmes règles doivent être suivies pour l'exécution par voie d'application des ordres en sens contraire, reçus par le même agent de change. L'agent de change, avant de réaliser l'application, fait constater par un des membres de la chambre syndicale, l'absence de demandes ou d'offres plus favorables. »

« La première pensée qui viendrait à l'esprit de l'intermédiaire, serait en effet, d'appliquer à l'acheteur le titre du vendeur, sans chercher de contre-partie sur le marché public, puisqu'il trouve cette contre-partie dans les convenances des deux clients ; mais la loi a voulu que l'application se fit en Bourse, parce que, là seulement l'application se fait avec concurrence ; si l'application se fait hors bourse, que ce soit dans le cabinet de l'agent de change, ou derrière les guichets d'une société de crédit, elle se fait sans concurrence. De plus, il n'est pas indifférent pour la tenue des cours, que les ordres d'exécution soient plus ou moins nombreux.

« Qui ne voit, en effet, que les achats et ventes distraits du marché public, enlèvent au cours des valeurs qui y sont cotées, le caractère d'exactitude qu'il aurait, si ces opérations y étaient effectuées ?

« Il n'est pas indifférent à la Bourse qu'il vienne s'y

négocier 1.000 ou 100 titres. L'affluence ou la rareté des titres négociés, doit y avoir pour conséquence des cours différents. »

Suivant d'autres auteurs au contraire, comme MM. Neymarck et Emmanuel Vidal, ce double reproche adressé aux applications des sociétés de crédit, n'est pas fondé. « On reproche aux établissements de crédit, dit M. Vidal, les applications faites au détriment du client, et qui faussent les cours, tandis que l'agent de change, doit porter l'application de deux ordres en sens contraire au marché, pour voir s'il n'y a pas de conditions meilleures.

L'établissement de crédit est soumis à la même règle, car, s'il fait une application moins favorable que celle du marché, il sera exposé aux refus de ses clients. Les applications ne faussent pas les cours, car ce sont des contrats se faisant contrepoids, et si on les transportait au marché, ils y transporteraient leur équilibre, sans influencer les prix (1) ».

A ce point de vue, il semble que MM. Neymarck et Vidal aient raison. Si tous les ordres appliqués dans les sociétés de crédit, convergeaient sur le marché, que se produirait-il ? Évidemment le cours final ne sera pas changé, puisque les ordres se font équilibre et se balancent exactement; mais il y aura de nombreuses fluctuations, il se produira des oscillations de cours. Eh bien, le public a-t-il grand intérêt à ce que ces fluctuations aient lieu ? Ne vaut-il pas mieux qu'il s'établisse un cours unique, de telle sorte que

(1) *Société d'économie politique de Paris*, séance du 6 juin 1898.

personne n'achète trop cher ou ne vende trop bon marché ?

Mais là, n'est pas toute la question. Les applications présentent en effet de réels dangers en ce que, accomplies derrière leurs guichets par les sociétés de crédit, ces transactions ne comportent pas toutes les garanties exigées par la loi des opérations qui se font sur le marché public. Une grande partie des inconvénients que le législateur a voulu éviter, en interdisant à l'intermédiaire de faire des opérations pour son propre compte ne sont-ils pas à redouter ? Quelle surveillance garantira au public que l'établissement de crédit ne fera pas la contre-partie de l'ordre qui lui a été donné, qu'il ne coupera pas dans les cours, qu'il ne jouera pas sur le dos de son client ?

En admettant même que les sociétés de crédit ne fassent pas des opérations de contre-parties, ce que jamais il ne serait possible de contrôler, la considération suivante n'en resterait pas moins vraie. Le législateur a créé sur le marché financier une catégorie d'intermédiaires, présentant les nombreuses garanties que nous avons énumérées. En retour des garanties qu'il exige et des obligations qu'il impose, le législateur a accordé à ces intermédiaires le monopole de la négociation des effets publics, il ne faut pas que les agents soient frustrés de la juste rémunération qui leur est due. Laisser les établissements de crédit procéder en toute liberté à leurs applications, c'est leur donner la possibilité d'absorber peu à peu toutes les opérations au comptant, et de réduire à néant toutes les garanties du marché public.

Aussi l'amendement Fleury-Ravarin ne saurait-il être trop approuvé en ce qu'il met un terme à ces applications des sociétés de crédit. Chaque fois que la société rendra compte à son client de l'opération dont elle était chargée, elle sera tenue de produire un bordereau d'agent de change, preuve absolue que la transaction a été opérée avec les garanties offertes par l'agent de change opérant sur le marché public. Que l'on ne vienne pas arguer contre cette obligation imposée aux institutions de crédit, de la gêne qui va en résulter pour elles. Cette gêne en effet ne saurait être considérable et ne peut être mise en balance avec les avantages procurés. L'exemple de la Banque de France ne suffirait-il pas à le prouver ? Cet établissement, en effet, chaque fois qu'il était chargé d'un ordre à exécuter, présentait à son client le bordereau de l'agent de change. Ce que la Banque faisait sans qu'aucune obligation lui fût imposée, pourquoi les sociétés de crédit ne pourraient-elles pas le faire aussi ?

III. — Des reports hors Bourse.

Par suite des applications, les sociétés de crédit ont vu passer entre leurs mains une grande partie des opérations au comptant, elles ont de plus aujourd'hui une influence toujours grandissante sur la spéculation et les marchés à terme par leurs opérations de report (1). Il

(1) Le chiffre des reports consentis par les établissements de crédit, varie entre 250 et 300 millions. En septembre 1895, il était de 300 millions, au 30 septembre 1897, 266 millions, à fin

n'est pas de question en effet, qui soit plus étroitement liée à l'essence même des opérations de bourse. Le report est comme le nerf de la spéculation, car il lui permet de se maintenir de liquidation en liquidation, en un mot de se continuer jusqu'à la réalisation ou à la confusion des prévisions faites. Il est l'unique soutien de la spéculation, il doit donc donner la mesure des engagements, traduire exactement la situation de la place, et par l'élévation du taux, servir d'indice à la crise prochaine.

Les reports se font de trois manières : Ou bien ils se font en bourse avec des fonds dont les agents de change ont la disposition ; ou bien l'agent de change se fait reporter directement par l'établissement de crédit sans que cette opération passe, au jour de la liquidation, sous les yeux de la chambre syndicale ; ou bien enfin c'est le spéculateur qui, en liquidation lève ces titres à la Bourse, les porte à un établissement de crédit, et se fait prêter, en les donnant en gage, une somme approchant plus ou moins de la valeur réelle des titres, suivant la plus ou moins grande ampleur de son crédit. Cette opération se fait ordinairement avec un titre ayant un grand marché à terme, du Rio, de la Beers, du Turc par exemple : ces titres rapportent de 4 à 6 % et sont susceptibles de plus-value ; l'acheteur trouve de l'argent à 3 ou 3 1/2, et gagne la différence entre le rendement

1897, il est d'à peu près 250 millions. A la même date, le chiffre des prêts sur titres, sous la rubrique desquels se cachent des reports effectués par les spéculateurs eux-mêmes, s'élevait à 260 millions. De tous ces reports, un seul établissement de crédit en fait le 67 %.

des titres et le taux de l'argent prêté (1), et profite en outre de la plus-value possible.

De ces trois façons d'opérer les reports, les deux premières sont intimement liées l'une à l'autre et sont un reflet assez exact de la situation de la place. Lorsqu'un agent de change au jour de la liquidation, va à la Bourse pour établir avec ses collègues les taux des reports, il sait à quel taux les capitalistes ses clients et les établissements de crédit (2) pourront lui fournir de l'argent sur chacune des valeurs qui doivent être l'objet de report. Ce taux varie naturellement suivant que la place est plus ou moins chargée en capitaux, suivant que le titre a une valeur intrinsèque plus ou moins grande, un marché plus ou moins étendu.

Ce taux devrait varier aussi avec le crédit de l'intermédiaire ; en fait, en coulisse la personnalité de l'intermédiaire a une influence énorme, et le taux varie suivant le crédit du coulissier qui veut se faire reporter. Au parquet, il n'en est plus de même, tous les agents ont des crédits à peu près égaux les uns aux autres, pourtant le taux varie dans une faible mesure, suivant les relations de l'agent, la quantité de titres sur lesquels portent ses opérations, et un peu aussi suivant la confiance qu'il inspire.

(1) *Semaine financière du Temps*, 26 décembre 1897.

(2) Quelle que soit l'importance des reports faits par les établissements de crédit, elle est loin d'égaliser celle des reports faits par les capitalistes ordinaires. Nous avons vu que les sociétés de crédit font tant avec les agents de change qu'avec les coulissiers, 300 millions de reports au maximum, tandis que les reports à Paris, doivent atteindre plusieurs milliards. Pour Lyon seulement ils se montent à peu près à 100 millions par mois.

Une fois les agents réunis, un nouvel élément va entrer en ligne de compte, pour la fixation définitive du report, c'est la position de place sur le titre faisant l'objet du report. Si, en effet, il y a beaucoup de vendeurs pour une valeur, ces derniers obligés de se procurer des titres afin de se maintenir dans leurs positions, se contenteront pour leurs capitaux d'un loyer inférieur au taux ordinaire de l'argent sur la place; dans ce cas, il n'y aura pas de report hors Bourse. Si au contraire les positions de vendeurs et d'acheteurs s'équilibrent à peu près, le taux de report coté variera dans de très étroites limites, entre le taux auquel l'agent le plus favorisé pourra prendre le titre, et celui auquel l'agent ayant le moins de crédit offre de le livrer; dans ce cas l'agent qui peut se procurer de l'argent à un taux inférieur au taux coté, se fera reporter hors Bourse, mais la différence entre les deux taux est, nous l'avons vu, forcément très minime (1). Si enfin, il y a sur une valeur de nombreux acheteurs à faire reporter, cette position de place sur le titre va-t-elle influencer beaucoup sur le taux du report.

Il y a une vingtaine d'années cette situation aurait eu

(1) Il faut faire une exception pour Lyon à cause de la situation spéciale de cette place; sur chaque opération en effet, la chambre syndicale perçoit 35 % du courtage. En plus de la petite différence que nous avons indiquée comme existant entre le report en bourse et le report hors bourse, il faut donc ajouter, pour cette ville seulement les 35 % de la chambre syndicale. Sur les autres places, la redevance très minime pourtant que l'agent doit payer à la chambre syndicale, peut entrer en ligne de compte dans le calcul qu'il fait pour savoir s'il a avantage ou non à se faire reporter hors bourse.

une grande influence, parce que les fonds mis à la disposition de la spéculation pour reporter ses positions étaient beaucoup moins considérables qu'à l'heure actuelle; la conséquence toute naturelle était que lorsque un surcroît d'activité augmentait le nombre des spéculateurs à reporter, les taux croissaient avec une rapidité fantastique, et l'on atteignait quelquefois 40 % en dehors de toute crise, à l'époque par exemple de la création des sociétés de chemins de fer. Aujourd'hui, au contraire, tous ceux, sociétés de crédit, banques, compagnies de chemins de fer, capitalistes qui désirent faire des placements à courte échéance n'en ont pas qui soient plus lucratifs et plus sûrs en même temps que le report. Aussi, seule l'absence de disponibilités sur la place est-elle à considérer; la quantité des acheteurs qui, autrefois, entraient en ligne de compte pour une si grande part, n'a plus aujourd'hui d'importance que dans le cas ou pour une raison quelconque les disponibilités seraient peu importantes. Que le report fait par l'agent de change ait lieu en bourse ou hors bourse, peu importe au point de vue des taux, la différence ne pouvant être que peu considérable et les deux reports réagissant l'un sur l'autre; en coulisse, il ne peut guère être question que du report hors bourse dont le taux, sauf pour les excellentes valeurs, doit présenter de grandes variations suivant le crédit de l'intermédiaire.

Parfois le spéculateur, ainsi que nous l'avons dit, lève ses titres en liquidation, et se fait reporter directement par la société de crédit. Dans ce cas, entrent en jeu pour le taux de l'intérêt à payer et qu'il n'est autre qu'un taux de

report, les éléments dont tout à l'heure nous avons analysé l'influence. On peut cependant remarquer entre les deux cas quelques différences. La position du spéculateur est reportée pour un temps assez considérable, plusieurs mois ordinairement et non pour le temps très court qui sépare deux liquidations. De plus, la société de crédit ne fournit pas ordinairement des fonds pour le montant intégral des titres.

Quelle est la remarque essentielle que l'on doit faire au sujet de ces reports, que l'on appelle ordinairement des reports hors bourse, à tort, ce semble-t-il, car tous les reports se feraient en bourse, que la situation ne changerait pas. La remarque est celle-ci, c'est qu'aujourd'hui, l'élément prépondérant dans la fixation du report pour une valeur donnée, est la plus ou moins grande abondance de disponibilités qu'il y a sur la place ; tandis qu'autrefois, l'élément déterminant du taux de report était la situation de la Bourse, la quantité plus ou moins grande d'acheteurs à reporter. La question que l'on se pose aujourd'hui, à la veille de chaque liquidation, est celle-ci : L'argent est-il abondant ou l'argent est-il resserré. Autrefois au contraire, on se demandait : Quelle est l'importance des situations à reporter. En 1881 et 1882, le report n'était un placement employé que par quelques capitalistes hardis ; en 1895 au contraire, il était devenu un placement courant.

Voyons maintenant les reproches adressés à ce nouveau mode de faire des reports : « Autrefois, dit M. Siegfried, le signal de la prudence était donné par la cherté des reports, c'est encore ce que l'on constate sur les places étrangères ; aujourd'hui, la cote des reports n'est

plus qu'un indice trompeur, volontairement faussé par quelques intéressés. Et cela pourquoi ? Au parquet des agents de change de Paris, le report consiste en un achat et une vente grevés d'un courtage (1), si bien que les affaires de report trop onéreuses avec ce système, aussi bien pour le spéculateur que pour le capitaliste reporteur, ont peu à peu déserté la Bourse pour se faire dans les établissements de crédit. Ce système a le plus grave inconvénient au sujet de l'appréciation possible de la situation du marché (2) ».

« Le spéculateur à la hausse, dit M. Manchez, grevé des frais de courtage de l'intermédiaire à l'achat et à la vente, est porté tout naturellement à chercher pour ses reports, l'argent où il lui est offert au meilleur marché, sous la forme très précise de tant pour cent. Cette circonstance explique les reports hors bourse. Toutefois cet avantage est obtenu par les spéculateurs au prix de graves inconvénients pour eux et pour le public... Le public en effet est dans l'impossibilité de se rendre compte de la situation de place, les taux de report cotés officiellement au parquet, n'étant pas l'expression exacte de l'importance des spéculations engagées, puisqu'une grosse partie des positions d'acheteurs est reportée hors bourse (3) ».

MM. Siegfried et Manchez accusent donc les reports hors bourse de tromper le public sur la situation, de

(1) Depuis les décrets de juin 1898, le vœu émis par M. Siegfried est réalisé.

(2) *Discussion de la société d'économie politique de Paris*, 5 décembre 1895,

(3) MANCHEZ. *Op. cit.*

lui faire croire que la place n'est pas chargée à la hausse et qu'un mouvement de reprise est possible, alors qu'en réalité des faits dissimulés au marché, en ont faussé le niveau naturel.

Nous avons vu qu'en réalité il y avait deux catégories de reports hors bourse, celui fait par l'agent de change lui-même, et celui du spéculateur s'adressant directement au capitaliste. De ces deux reports hors bourse le dernier seul semble visé par MM. Manchez et Seigfried. Le premier, en effet peut offrir certains inconvénients au point de vue de la surveillance exercée par la chambre syndicale sur les agents de change ; mais le taux auquel il est opéré, ne peut offrir qu'une différence très faible avec le taux officiel. C'est donc seulement le report opéré par le spéculateur qui aurait, au dire des deux auteurs cités plus haut, le grave inconvénient de cacher au public la situation de la place.

Quelle est la quotité de ces reports ? Pour la plupart ils sont consentis par les sociétés de crédit, sous la forme de prêts sur titre ; et les prêts sur titre accusés par les bilans des quatre grandes sociétés de crédit se montent à une somme variant entre 250 et 300 millions. Sur cette somme on reconnaîtra bien qu'il y en a une partie représentant des prêts faits à d'autres qu'aux spéculateurs ; ce serait donc tout compte fait des positions d'acheteurs se montant au maximum à deux cents millions, qui échapperaient au contrôle de la Bourse. Eh bien qu'est-ce que des reports se montant à deux cents millions, quand une place comme celle de Lyon, dont les impôts sur les opérations de bourse ne se montent qu'à 200.000 fr. en moyenne et qui n'a par conséquent pas une

importance égale à la trentième partie de celle de Paris, à une moyenne chaque mois de près de cent millions placés en reports (1). De plus, ce report hors bourse se fait sensiblement au même taux que celui opéré par les agents de change. J'irai même plus loin et je dirai qu'il a la même influence sur le taux général des reports que s'il était fait par l'intermédiaire d'un couliissier ou d'un agent, car il entame dans la même mesure les disponibilités de la place.

Mais, dit M. Manchez. D'où vient donc qu'aujourd'hui les crises prochaines ne soient pas annoncées par l'élévation excessive du taux des reports ? Comment se fait-il qu'au krach de 1882 cette indication ait été donnée au marché ? Comment explique-t-on qu'à la veille de la crise qui a éclaté à la liquidation de septembre 1895, elle ait fait défaut ?

D'abord est-il bien exact de dire que la crise de 1895 n'ait pas été annoncée par l'élévation des reports ? Voici en effet les taux des reports en liquidation du 15 juillet 1895, taux qui n'ont fait qu'augmenter jusqu'à la liquidation de fin septembre 1895.

VALEURS	COURS COTÉS	P. 100 PAR AN
Banque de Paris.....	6 fr.	17 %
Comptoir national d'Escompte..	5 »	19 %
Crédit Lyonnais	5 »	18 %
Banque Internationale.....	5 »	20 %

(1) Voici les chiffres de l'impôt sur les opérations de Bourse à Lyon. En 1893, depuis le 1^{er} juin 115.816 fr. 45 ; en 1894 255.522 fr. 47 ; en 1895 240.565 fr. 45 ; en 1896 135.281 fr. 57 ; en 1897 165.926 fr. 96 ; La Bourse de Lyon est donc plus importante à elle seule que toutes les autres bourses de province réunies.

VALEURS	COURS COTÉS	P. 100 PAR AN
Gaz Parisien.....	6 fr.	13 %
Suez	20 »	15 %
Egypte unifiée.....	0 45	10 %
Espagne 4 % Extérieure	0 40	14 %
Italien 5 %.....	0 48	13 %
Russe consolidé 4 %.....	0 50	12 %
Dette ottomane 4 % série D	0 20	18 %
Banque ottomane.....	3 »	16 %
Chemins autrichiens	6 »	15 %

Voilà bien des taux de report, qui comparés aux taux ordinaires variant de 3 à 5 % sont aussi significatifs que des taux de 40 % ou 50 % venant après des taux de 10 % ou 15 %. Eh bien quelle est donc la cause qui a amené dès juillet 1895 cette élévation des taux de reports précurseur de la crise ?

Nous avons vu qu'aujourd'hui c'était toutes les disponibilités de la place qui portaient le poids des reports, et que, tant que ces disponibilités étaient abondantes, le taux des reports ne variait guère, alors même que la place fût chargée à la hausse. Si au contraire, les disponibilités venaient à diminuer dans de grandes proportions la place devenait beaucoup plus impressionnable et les positions des acheteurs avaient une répercussion immédiate sur les taux des reports. C'est ce qui est arrivé en 1895.

Pendant de longs mois les disponibilités de la place avaient porté sans peine le poids des plus énormes spéculations (1). Mais ces disponibilités ne tardèrent pas

(1) Le capital engagé dans les mines d'or, dont la plupart des titres étaient flottants, s'élevait à douze cents millions. De plus,

à diminuer. C'est d'abord l'emprunt russe 3 1/2 % émis le 12 décembre 1894, et dont les versements furent échelonnés jusqu'en mai 1895, qui vint diminuer de près de quatre cents millions le stock disponible sur le marché de Paris. (L'emprunt avait été émis en effet à 94 fr. 3/4). C'est ensuite l'emprunt chinois 4 % or du 20 juillet 1895, émis à 99 fr. 20, qui, la libération anticipée étant admise, et 500.000 titres sur 800.000 ayant été libérés entièrement à la souscription vint encore enlever à la place de Paris plus de 300 millions. C'est enfin durant les mois de mars, avril et mai 1895, un certain nombre d'émissions plus petites comme celle des obligations du chemin de fer Smyrne-Cassaba, du 23 mars, celle des obligations des chemins de fer brésiliens, du 28 mars, celle des bons du Congo, du 28 mars, celle des actions de la Compagnie des sels gemmes et houilles de la Russie méridionale, du 15 mai, celle des obligations du chemin de fer de Sao-Paulo du 8 juin, et quelques autres encore qui réduisent encore de près de 250 millions les disponibilités de la place de Paris. C'est donc de près d'un milliard que fut diminuée en moins de six mois la masse des capitaux que Paris pouvait mettre à la disposition de la spéculation. D'autre part, comme les positions à la hausse allaient sans cesse en s'exagérant, les reports se mirent à hausser, mais deux mois à peine avant que la crise éclate, et seulement lorsque toutes les disponibilités eurent été absorbées.

Le marché français avait absorbé sans les avoir encore bien digérées, plus de deux milliards de valeurs turques, dont une partie notable n'était pas encore classée et était entre les mains de la spéculation.

Le reproche adressé par MM. Siegfried et Manchez aux reports tels qu'ils se pratiquent aujourd'hui n'est donc pas entièrement fondé, ainsi que nous l'avons vu par la lecture des reports de juillet 1895 ; de plus, le fait incriminé n'est pas la conséquence de ce qu'une partie des reports se fait hors bourse, mais bien de ce que les reports se font aujourd'hui avec la masse énorme des capitaux disponibles sur la place, masse auprès de laquelle les variations des positions sont le plus souvent insignifiantes.

Un second reproche adressé aux sociétés de crédit à propos de leurs reports est celui-ci : « Les institutions de crédit ont fait de l'écrasement systématique des spéculateurs, une de leurs opérations les plus lucratives. Leur jeu consiste tout d'abord à exciter la place à se mettre à la hausse, en lui fournissant sous la forme de report, tout l'argent qu'elle désire, aux conditions les plus favorables ; les acheteurs se présentent en plus grand nombre, la hausse se fait. Puis lorsque ces prêteurs ont jugé que le bénéfice à prélever est suffisant, quelques privilégiés sont mis dans le secret, vendent à découvert les valeurs reportées, et les reports étant dénoncés, la baisse se produit. Les personnes renseignées gagnent et le public perd. La combinaison est simple et toujours assurée du succès (1). »

Dans une autre semaine financière du *Temps*, le rédacteur ajoute, en répétant les termes employés par un contradicteur : « Si les établissements de crédit sont dans l'obligation stricte d'assurer la sécurité des capi-

(1) *Semaine financière du Temps*, 26 décembre 1897.

taux employés en reports, de les faire rentrer au bercail lorsque les nuages s'amoncellent à l'horizon, et de prendre une décision prompte et énergique, il vaudrait beaucoup mieux pour tout le monde qu'ils fissent moins de reports et laissassent ce soin à des intéressés moins nerveux et doués de plus de sang-froid. Limitant les opérations de cette nature dans de sages proportions, ils limiteraient forcément le chiffre des dépôts de leur clientèle qui s'habituerait à faire de ses capitaux un emploi direct, plus fructueux, et indirectement plus profitable aux intérêts du pays (1).

Le second reproche adressé aux reports faits par les établissements de crédit peut donc se résumer ainsi : il est très dangereux de faire des reports, lorsqu'on a le souci d'une clientèle de déposants, et qu'il faut conserver des ressources disponibles constamment liquides (2). Ce reproche a été fait surtout à l'occasion de la crise de 1895, et de la rigueur avec laquelle le crédit a été retiré aux coulissiers et aux spéculateurs. Pour en apprécier sainement la portée il faut faire une double remarque : c'est que ce reproche doit être adressé non pas seulement aux établissements de crédit, mais à tous les reporteurs en général ; il est une conséquence de la transformation des reports ; autrefois ces derniers étaient faits par des spéculateurs ou des capitalistes très au courant des affaires de Bourse, largement rémunérés de leurs risques, par les intérêts fantastiques qu'ils leur étaient servis ; aujourd'hui les capitaux nécessaires sont fournis par les

(1) *Semaine financière du Temps*, 23 octobre 1897.

(2) V. NEYMARCK. *Discussion à la Société d'économie politique de Paris*, 5 décembre 1895.

disponibilités de la place, en quête d'un placement momentané, et pour lesquels on ne demande qu'un taux d'intérêt légèrement supérieur au taux normal. C'est donc un placement, non une spéculation, et un capitaliste a toujours été plus timide qu'un spéculateur. La seconde remarque a trait à l'organisation du marché. Avec un marché puissamment organisé, avec des intermédiaires d'une solvabilité à toute épreuve, les établissements et les capitalistes reporteurs ne courraient qu'un risque très minime. Jamais on n'a refusé au parquet les sommes qui lui étaient nécessaires pour reporter ses positions ; si par plusieurs fois la coulisse n'a pu en dire autant, notamment en septembre 1895 et en juin 1896, c'est surtout son défaut d'organisation et de solvabilité, qu'elle doit en rendre responsable.

Quant aux reports hors bourse proprement dits, c'est-à-dire ceux opérés directement par les spéculateurs eux-mêmes, la mise en vigueur des nouveaux tarifs de courtage pour le report, va les rendre de plus en plus rares et insignifiants. Quel est, en effet, le spéculateur qui trouverait que la garantie de l'agent de change est estimée à un trop haut prix, lorsqu'elle n'impose au taux du report, qu'une élévation minime de 1 fr. 25 % par an ?

Ceci dit, il n'en est pas moins vrai, que c'est à la rigueur avec laquelle les établissements reporteurs ont refusés en 1895, leur concours au marché, qu'à été due en partie, non pas la crise, conséquence infaillible des exagérations commises par la coulisse sur les mines d'or, mais l'acuité extrême de cette crise. Il est certain, et c'est une observation qui a été faite bien des fois, que

dès l'ouverture d'une crise, le crédit se resserre alors qu'il devrait s'élargir, au contraire, pour conjurer le désastre ; mais il est bien évident que si c'est avec des sommes constituées en partie avec des dépôts à vue, et dont à chaque instant la clientèle peut demander le remboursement que le crédit a été fait, il se resserrera avec plus de rigueur et de nervosité.

CHAPITRE XII

AMENDEMENT FLEURY-RAVARIN

Telle était donc la situation de fait avant le vote par le Parlement, de l'amendement Fleury-Ravarin. D'une part, l'art. 76 du Code de commerce donnant le monopole de la négociation des effets publics et autres susceptibles d'être cotés, à une compagnie d'agents de change offrant de nombreuses garanties, que M. Cochery résumait ainsi : « Garantie dans le recrutement des agents, garantie considérable de solvabilité en raison même de la valeur des charges, de la situation personnelle des agents et de la solidarité qu'ils pratiquent constamment ; garantie dans la surveillance qui est exercée par la compagnie elle-même sur chacun de ses membres, garantie dans le contrôle du gouvernement qui a, vis-à-vis de ce marché fermé des droits très étendus, des pouvoirs disciplinaires, et enfin il y a cette garantie essentielle, résultant du fait, qu'il est rigoureusement

interdit aux agents de change, d'être contre-parties dans les négociations (1) ». D'autre part, en face de ces intermédiaires officiels, et faisant les 6/10 des négociations totales, les coulissiers n'offrant aucune des nombreuses garanties présentées par les agents, dans la corporation desquels tout individu, Français ou étranger, peut entrer pourvu, suivant l'expression de M. Boulanger, qu'avant de pénétrer à la Bourse, il ait pris la précaution de passer chez un libraire, et d'y acheter un carnet et un crayon, et les établissements de crédit, accaparant de plus en plus par leurs applications, les opérations du comptant.

C'est pour essayer de remédier aux inconvénients de cette organisation ou plutôt de cette désorganisation du marché financier que fut voté l'amendement Fleury-Ravarin ainsi conçu : « L'art. 29 de la loi du 28 avril 1893 est remplacé par la disposition suivante : « Quiconque fait commerce habituel de recueillir des offres et des demandes de valeurs de Bourse doit, à toute réquisition des agents de l'enregistrement, s'il s'agit de valeurs admises à la cote officielle, représenter des bordereaux d'agent de change ou faire connaître les numéros et les dates des bordereaux, ainsi que les noms des agents de change de qui ils émanent, et s'il s'agit de valeurs non admises à la cote officielle acquitter personnellement le montant des droits ».

En 1893, M. Tirard, ministre des finances avait, pour se conformer à un vote de la Chambre du 12 décem-

(1) *Discours* de M. COCHERY à la Chambre des députés, séance du 7 mars 1898.

bre 1892, déposé un projet de loi ayant pour objet l'établissement d'un droit de timbre sur les opérations de Bourse. Ce projet stipulait expressément que toutes les opérations de bourse sur les valeurs cotées, devaient être appuyées par un bordereau d'agent de change. Le projet de M. Tirard avait donc pour but non pas seulement de percevoir un impôt nouveau sur les opérations de bourse, mais de rappeler par des moyens fiscaux à l'observation de la loi, ceux qui la violaient. Le projet fut adopté par la Chambre des Députés à l'énorme majorité de 428 voix contre 41.

Le Sénat en prononce la disjonction, mais lorsque le budget revint devant la Chambre, celle-ci rétablit la rédaction même proposée par M. Tirard. En dernière analyse une motion fut présentée au Sénat, dans le but de substituer au texte de la Chambre, une disposition d'un caractère purement fiscal. Sur les déclarations faites par le successeur de M. Tirard au ministère des finances, M. Peytral, que le gouvernement apporterait à bref délai un projet de réorganisation du marché, les deux Chambres se mirent d'accord pour voter cette disposition nouvelle qui laissait toutes choses en état. Elle était ainsi conçue : « Quiconque fait commerce habituel de recueillir des offres et des demandes de valeurs de Bourse doit, à toute réquisition des agents de l'enregistrement, soit présenter les bordereaux d'agent de change ou faire connaître les numéros et les dates des bordereaux, ainsi que les noms des agents de change de qui ils émanent, soit, faute de ce faire, acquitter personnellement les droits. »

Le vote de cette loi par les Chambres était un succès

pour les coulissiers. On avait considéré qu'ils étaient un organe tellement indispensable au bon fonctionnement du marché, que l'on avait reculé devant leur suppression. Certains même avaient considéré le vote de la loi du 28 avril 1893 comme infirmant complètement la sanction pénale tirée de l'arrêté de prairial an X. « A dire vrai, dit M. Boudon, cette loi ne concède à la coulisse aucun droit nouveau, mais comme nous l'indiquions au début de cette étude, elle légitime son intrusion à la Bourse. Peut-on nier que le gouvernement, en taxant les négociations illégales du coulissier, n'ait aliéné par là même son droit de sévir contre ces négociations ? Des deux dangers qui menaçaient naguère l'illégalité des opérations de la coulisse, voilà le plus grave, la flétrissure correctionnelle définitivement écarté (1).

Mais cette loi du 28 avril 1893 n'était pas une solution, elle laissait subsister la coulisse avec son absolu défaut de garantie, et ne détruisait pas l'antagonisme existant entre les deux organes du marché financier. Le Parlement l'avait si bien compris qu'il n'avait consenti le vote de la motion Peytral, que sur la promesse faite par le gouvernement d'apporter à bref délai un projet de réorganisation du marché.

Cinq ans s'étaient écoulés depuis cette époque. La réorganisation n'était pas faite ; le scandale de la crise des mines d'or avait éclaté, le désaccord entre la coulisse et le parquet augmentait tous les jours, et le syndicat des agents de change avait déposé une plainte

(1) BOUDON, *op. cit.* p. 174 et 175.

entre les mains du parquet de Paris contre un certain nombre des membres de la coulisse qui se livraient à des opérations interdites par l'art. 76 du Code de commerce. Laisser aboutir cette plainte, c'était rendre impossible toute entente entre les intermédiaires du marché, c'était porter au comble la désorganisation. Pour éviter ces inconvénients, M. Fleury-Ravarin estima qu'il valait mieux procéder par voie réglementaire que par voie de répression pénale et déposa sur le bureau de la Chambre, son amendement dont nous avons déjà vu le texte. Quel était le but poursuivi par M. Fleury-Ravarin ? Un but fiscal d'abord qui légitimait la présence de l'amendement dans la loi de finance et ensuite la résolution d'une question d'un ordre beaucoup plus élevé et que l'honorable auteur de l'amendement développait ainsi :

« La disposition législative que nous vous demandons de voter est en effet destinée à servir de préface à la réorganisation du marché financier que M. le ministre des finances a l'intention de réaliser. Cette disposition une fois introduite dans la loi sera une pierre angulaire sur laquelle la réorganisation du marché financier sera édifiée. Vous savez tous, messieurs, l'état lamentable du marché financier de Paris. Depuis la crise de 1895, on peut dire que ce marché est profondément désorganisé, troublé, désorienté, en proie au désarroi le plus profond.

« Sans empiéter sur le fond, n'ai-je pas le droit de vous rappeler, qu'il y a à la Bourse deux catégories d'intermédiaires en présence ; d'une part, les intermédiaires officiels, les agents de change nommés par le ministre des finances et opérant sous son contrôle ; et

d'autre part, les intermédiaires du marché libre, les coulissiers, courtiers illicites, dont l'existence est la violation flagrante de la loi positive ? Ces deux éléments sont dans un état de rivalité perpétuelle, préjudiciable à la bonne marche des affaires, contraire à l'intérêt du public et au crédit de l'Etat. Eh bien ! cette situation ne peut subsister plus longtemps ; il faut y mettre un terme sans retard (1). »

Plus loin, M. Fleury-Ravarin ajoutait : « L'amendement que j'ai déposé se distingue complètement du projet de MM. Boulanger et Trarieux. Tandis que les deux honorables sénateurs nous proposent un saut dans l'inconnu, alors qu'ils nous demandent une réorganisation qui est le contrepied du régime légal actuel, je vous demande au contraire de maintenir les principes de la législation actuelle dont l'expérience a démontré l'excellence ; je vous demande de faire purement et simplement respecter la loi : c'est ni plus ni moins un rappel à la légalité méconnue. »

Si maintenant nous parcourons les discours des principaux orateurs qui, soit à la Chambre, soit au Sénat, sont montés à la tribune pour défendre l'amendement de M. Fleury-Ravarin ; si nous examinons les développements oratoires de MM. Cochery, Gauthier de Clagny, Eugène Guérin, de Lamarzelle, nous y trouvons les mêmes idées.

D'abord le danger que fait courir au marché français le maintien d'un groupe d'intermédiaires ne présentant

(1) *Discours* de M. FLEURY-RAVARIN contre la disjonction ; séance de la Chambre du 7 mars 1898.

aucune garantie de nationalité, de moralité, de solvabilité, ayant la possibilité de faire la contre-partie de leurs clients; ensuite la nécessité de s'en tenir à la tradition française, c'est-à-dire de confier la négociation des effets publics à des agents de change en nombre restreint, et présentant toutes les garanties qui manquent aux cou-lissiers.

« De l'étude à laquelle nous nous sommes livrés, dit M. Cochery, il est résulté pour nous la conviction qu'entre les deux seuls principes d'après lesquels il est possible d'organiser le marché, comportant, l'un des officiers ministériels, l'autre des courtiers libres, le Gouvernement n'avait pas à hésiter. Il ne faut pas oublier, en effet, qu'en France, l'épargne est particulièrement démocratisée et divisée, qu'elle a besoin plus que dans aucun autre pays de protection et de sécurité pour ses placements, et c'est pourquoi nous avons le devoir d'exiger des intermédiaires chargés des négociations de cette épargne toutes les garanties possibles. »

L'amendement de M. Fleury-Savarin ne constitue donc pas une réorganisation du marché financier. « L'article 12 de la loi des finances, disait très justement M. Guérin au Sénat, ne constitue pas une réforme organique et une innovation; et je n'apprendrai rien à personne en disant que ce qu'on a appelé l'amendement Fleury-Savarin, c'est uniquement, messieurs, le rappel, la consécration d'un état de choses actuellement existant et d'un état de choses légal. Aucune innovation et

(1) *Discours* de M. COCHERY à la chambre des députés, séance du 8 mars 1898.

aucune réforme organique. Et, par conséquent, messieurs, les droits de cette assemblée sont entièrement réservés. Nous ne vous convions point à cette tribune à réorganiser le marché financier. C'est une mesure trop vaste et trop complexe pour que nous songions à y procéder ici. Non, l'art. 12 n'a ni ce but ni cette portée, et j'ajoute que les projets de M. le Ministre des finances auxquels on faisait allusion tout à l'heure, projets dont il a tracé les grandes lignes à la Chambre des députés, n'ont pas non plus la prétention de procéder à une refonte et à une réorganisation complète du marché financier. La commission sénatoriale chargée de l'examen du projet de MM. Trarieux et Boulanger, n'est donc nullement dessaisie; et au lendemain de la rentrée, cette commission pourra nous apporter ici le résultat de ses études, de ses méditations et de ses travaux (1), »

En vertu de l'amendement Fleury-Ravarin, ce sont les agents du fisc qui vont être chargés de faire respecter l'art. 76 du code de commerce; l'organisation du marché financier n'est pas changée, on se contente de mettre d'accord le droit et le fait, de façon à ce que les intermédiaires légaux ne se voient pas enlever, près des deux tiers des négociations. Quant à l'organisation des agents de change, aux règles auxquelles ils sont assujettis, rien n'est changé; on se contente de quelques perfectionnements de détail; on augmente de dix le nombre des agents à Paris, on diminue le taux de leur courtage, dont on change même le mode de perception en ce qui concerne les reports; de plus, l'on transforme

(1) *Discours* de M. GUÉRIN au Sénat, séance du 2 avril 1898.

en solidarité de droit, la solidarité de fait acceptée par les agents de change de Paris (1).

Pourtant des longues discussions qui ont eu lieu au Parlement, il faut retenir autre chose. C'est que placé en face des deux systèmes possibles d'organisation d'un marché financier. D'une part le marché libre ouvert à un nombre indéfini de courtiers ; d'autre part le marché étroitement réglementé, ouvert à un nombre restreint d'intermédiaires, présentant le maximum de garanties, le Parlement s'est prononcé très catégoriquement en faveur de ce dernier système. Cela ressort très clairement du vote du Sénat qui a repoussé par 142 voix la proposition de disjonction de l'amendement Fleury-Ravarin, faite par M. Raynal ; alors qu'en 1893 le Sénat avait à main-levée voté la disjonction de la proposition Tirard. C'est la coulisse en effet qui est directement atteinte par l'amendement Fleury-Ravarin ; et qu'est-ce que la coulisse, sinon l'élément constitutif de ce qui aurait été le futur marché libre.

Pourtant avant d'étudier les diverses transformations que l'on pourrait faire subir au marché, en se conformant toutefois aux indications données par les votes récents du Parlement, il convient d'examiner quels sont les arguments invoqués par les partisans du marché libre ; quels seraient les avantages et quels seraient les inconvénients d'un marché ainsi constitué.

(1) *Décrets* du 29 juin 1898.

DEUXIÈME PARTIE

De la réorganisation

CHAPITRE PREMIER

DU MARCHÉ LIBRE

Des arguments invoqués par les partisans du marché libre.

Le 5 avril 1893, M. Courtois, secrétaire perpétuel de la société d'Economie politique de Paris, avait proposé à la société comme sujet de discussion, la question suivante : « Y a-t-il des raisons d'ordre public suffisantes pour autoriser, à l'encontre des lois économiques, le monopole des agents de change ? »

S'il est un principe que l'économie politique ait élevé à la dignité de loi, j'allais dire de dogme, c'est que suivant l'expression de Bastiat « tous les monopoles sont détestables ». Tous les économistes quelle que soit l'école à laquelle ils appartiennent sont de cet avis. Depuis

Proudhon qui dit : « Le monopole est pour l'homme qui ne possède ni capitaux, ni propriété, l'interdiction du travail et du mouvement, l'interdiction de l'air, de la lumière et de la subsistance, c'est la privation absolue, c'est la mort éternelle ! » Jusqu'à Joseph Garnier, d'après lequel : Tous les monopoles artificiels en faveur des individus sont contraires à la justice et nuisibles à la production ». Depuis Bastiat qui accuse le monopole de « frapper d'immobilisme, tout ce qu'il touche », jusqu'à Stuart Mill, qui le considère « comme une taxe levée sur ceux qui travaillent au profit de la fainéantise », juristes et économistes, tous sont unanimes à condamner le monopole que rien ne vient rendre nécessaire.

M. Courtois développant la question indiquée ci-dessus s'exprime ainsi : « La constitution d'une profession sous forme de monopole artificiel est contraire à nos lois économiques. Nul d'entre nous le contestera. Mais y a-t-il des raisons d'ordre public suffisantes pour déroger à ce point aux principes de la science économique ? Là est la question posée.

« Au point de vue de la moralité par exemple ? Lorsqu'il vient au parquet, l'agent de change est un sujet de choix, on peut le dire trié sur le volet. Eh bien ! qu'est-ce que le monopole fait de lui ? Il altère son caractère, abaisse le niveau moyen de son sens moral. Combien en a-t-on vu céder à la tentation de spéculer pour leur compte, perdant l'argent de leur charge, puis celui de leurs clients. Et la coulisse, dira-t-on ? Sans doute elle n'a pas été immaculée à toute époque, ni en masse, ni dans la personne de chacun de ses membres, mais le nombre des coulissiers est illimité et les cas

délictueux ont été plus rares ou moins importants. Cela se comprend ; les clients d'autant plus libres dans leur choix que le nombre des combinaisons est illimité, délaisseraient vite une maison de coulisse mal famée, l'intérêt, à défaut du devoir, est un frein moral et un frein bien puissant (1) ».

Qu'on ne vienne pas invoquer la solidité procurée au marché par la solvabilité à toute épreuve des agents : « Sur 121 individus qui avaient figuré au tableau des agents de change depuis vingt-deux ans, dit M. Coffinières en 1825, quatre se sont suicidés de désespoir de ne pouvoir tenir leurs engagements, et soixante et un ont failli, en faisant éprouver une perte considérable à leurs créanciers (2) ».

« Dans les premières années du second empire, un agent de change saute pour une quinzaine de millions ; lors de la guerre austro-prussienne de 1866, la cession de la Vénétie provoque une hausse formidable, — un krach en hausse ! — Une douzaine d'agents vendent leurs charges. En 1867, quatre agents de change furent dans le même cas. Après le krach de 1882, plusieurs agents de change furent obligés de démissionner. En 1886, M. Vuaflard, en 1888, M. Bex, ne font pas honneur à leurs engagements. En 1890, le prédécesseur de M. Bex passe en cour d'assises et est condamné à quatre ans de prison. En 1882, le parquet de Lyon ne pût faire honneur à ses engagements ; depuis, une dizaine d'entre eux ont

(1) Alph. COURTOIS. *Société d'économie politique de Paris*. Séance du 5 avril 1893.

(2) COURTOIS. *Traité des opérations de bourse et de change*, p. 201.

dû démissionner. En décembre 1892, M. Rey, agent de change à Lyon, a dû prendre la fuite en laissant un passif de deux millions et demi. Depuis dix ans, deux agents de change ont sauté à Lille, un à Nantes, six à Marseille, quatre à Toulouse, deux à Bordeaux (1) ».

Ce ne sont donc pas des raisons de moralité et de solvabilité qui expliquent le monopole des agents de change. « Serait-ce parce que le parquet rend aux affaires plus de services que ne peut le faire la coulisse ? Mais si le public se porte librement vers la coulisse de préférence au parquet, c'est qu'il en reçoit des services plus utiles ou à meilleur marché et si le parquet fait la guerre à la coulisse, c'est que celle-ci sait mieux que lui attirer à elle les affaires (2).

Allègue-t-on que grâce au monopole, même en temps de crise, le marché se perpétue ? « En janvier 1882, à la suite des faits que tout le monde connaît, les agents de change s'effrayèrent ; voyant qu'ils ne seraient pas payés de ceux qui étaient engagés à la hausse et qu'ils seraient obligés de payer ceux qui étaient engagés à la baisse, ils résolurent de limiter au moins leurs pertes en arrêtant les premiers dans leurs opérations. Ils refusèrent de les reporter et les obligèrent à liquider leurs positions. Mais en même temps qu'ils forçaient leurs clients à se liquider par des ventes, ils refusaient énergiquement des ordres d'achats à terme qui leur étaient donnés ; liquidant les positions existantes à la hausse, ils ne voulaient pas laisser s'établir des

(1) Emmanuel VIDAL, *op. cit.*, p. 12 et 13.

(2) COURTOIS. *Société d'économie politique*, séance précitée.

positions nouvelles du même ordre. Qu'en résultera-t-il ? Que les vendeurs ne trouvant pas de contre-parties, les cours s'effondrèrent de plus en plus, et que l'effondrement des cours centupla les pertes (1) ».

Mais ne peut-on pas assimiler le monopole de l'agent de change pour la négociation des valeurs, à celui de la Banque de France pour l'émission des billets, ou à celui des chemins de fer. Sans doute dans tous ces cas, il y a des individus qui pris isolément tireraient avantage de la disparition du monopole, mais il s'agit de savoir si leur gain ne serait pas fait de l'appauvrissement du pays, s'il ne serait pas réalisé aux dépens de la sécurité des affaires (2).

Telle est bien la prétention de la compagnie. « Le monopole a été constitué dans l'intérêt du public, auquel il donne, pour les négociations des valeurs mobilières, des garanties dont on trouve le détail plus loin (3). » « Mais, répond M. Boudon, quelles garanties découlent de ce fait, que les agents sont propriétaires de leurs charges. A défaut de cette faveur, les agents de change seraient-ils moins bons Français, moins habiles, moins honorables, moins solvables ? Leur cautionnement serait-il moins sûr, et leur responsabilité moins sérieuse ? Tiendraient-ils le marché en d'autres lieux et à d'autres heures, que les lieux et les heures réglementaires ? Feraient-ils, au mépris de leur devoir, la contre-

(1) NAQUET. *Rapport sur les lois relatives aux marchés à terme. Documents parlementaires*, 1887, n° 1196.

(2) *Le privilège des agents de change et l'organisation du marché financier français*, p. 2, 3 et suiv.

(3) *Note de la chambre syndicale des agents de change*, p. 2.

partie directe et personnelle des ordres reçus par eux ? Les opérations seraient-elles moins promptement et loyalement exécutées (1) ?

Il n'est pas même l'intérêt fiscal, qui vienne, non pas légitimer, mais expliquer ce monopole : « Dans tous les monopoles qu'il a concédés à des sociétés, ou à des particuliers, ou qu'il s'est attribués à lui-même, dit M. Neymarck, l'Etat s'est réservé une part dans les bénéfices, sous une forme ou sous une autre. Il s'est fait la part du lion. Voyez les chemins de fer : quand l'actionnaire gagne 1 franc, l'Etat lui gagne 3 et 4 francs ; voyez les omnibus, le gaz et tant d'autres sociétés jouissant d'un monopole accordé par les municipalités ; voyez encore ce que rapporte à l'Etat, le monopole des tabacs, de la poste, des télégraphes. Que rapporte au contraire le monopole des agents de change ? Quelles redevances paie-t-il à l'Etat ? Quelles charges supporte-t-il ? Et cependant depuis plus d'un siècle que ce monopole existe, tout a changé autour de nous, les hommes et les choses, les ministères et les gouvernements. La fortune mobilière a pris un développement inouï. Au commencement du siècle, six ou sept valeurs étaient inscrites à la cote et représentaient deux ou trois cents millions. Aujourd'hui c'est par milliards que se chiffrent et le capital des valeurs mobilières et les transactions qui s'effectuent à la Bourse ; le monopole des agents de change est resté debout et il y a toujours soixante agents pour faire face aux besoins financiers de notre époque, comme sous Louis XVI et Napoléon 1^{er} (2).

(1) BOUDON, *op. cit.* p. 329.

(2) NEYMARCK. *Discussion à la Société d'économie politique de Paris*, 5 avril 1893.

Pour sainement apprécier le monopole, il faut d'ailleurs connaître la pensée qui en a inspiré la création. Or, cette pensée, nous la connaissons, et nous avons déjà vu les préoccupations qui ont fait naître cette institution : En 1638, il est institué moyennant un supplément de finance. En 1787, il est rétabli pour dédommager les agents de l'abandon qu'ils font au trésor d'une très forte somme d'argent. Enfin, c'est encore pour combler un déficit budgétaire qu'en 1816 il est restauré ; cette fois, il s'agissait de fournir au trésor obéré, une augmentation de patente, et un supplément de cautionnement. Où donc voit-on apparaître le souci du bien public, à chacun de ces rétablissements successifs ? Chaque fois, on se trouve en face d'un gouvernement aux abois, qui, pour une somme dérisoire, aliène à une compagnie, la propriété de ses charges.

Le monopole des agents de change, ne peut donc être justifié par aucune considération économique ou fiscale, on ne trouve dans cette entrave aucune garantie de solvabilité, de moralité, de capacité professionnelle, et il est impossible de démontrer que l'intérêt public soit intéressé à son maintien. D'ailleurs, ce n'est pas un saut dans l'inconnu que proposent les partisans du marché libre, la liberté qu'ils réclament pour le marché des valeurs mobilières, ils l'ont déjà demandée et obtenue pour le marché commercial par la loi du 18 juillet 1866, en vigueur depuis le 1^{er} janvier 1867.

Depuis cette date en effet, les fonctions de courtiers en marchandises sont libres. La loi a seulement décidé que dans le cas où il s'agirait de ventes publiques de marchandises aux enchères et en gros, cette vente ne

pourrait être confiée qu'à un courtier agréé, inscrit sur la liste du tribunal de commerce (1). Eh bien ! ces deux fonctions que la loi de 1866 a séparées, pour rendre l'une d'elles à la liberté, n'avaient-elles pas toujours été considérées comme inséparables l'une de l'autre. Parcourez l'histoire législative si mouvementée des courtiers de change, et vous verrez que toutes les transformations dont ils étaient l'objet, atteignaient par là-même, les courtiers de marchandise. Des deux côtés, même appellation, mêmes fonctions ; il s'agit dans l'un et l'autre cas, de servir d'intermédiaires entre des acheteurs et des vendeurs. Pourquoi cette similitude entre les deux fonctions, reconnue par plusieurs siècles, a-t-elle cessé brusquement, et pourquoi la liberté devenue féconde pour la première, serait-elle restée néfaste pour la seconde ?

Et puis les raisons apportées à la tribune du corps législatif pour obtenir de ce dernier le vote de l'abrogation du monopole des courtiers et du rachat de leurs offices, ne peuvent-elles pas être invoquées aujourd'hui encore en faveur de la suppression du monopole des agents de change. « Ils n'ont pu, disait en effet M. Rouher, en parlant des courtiers, ils n'ont pu englober tous les privilèges, toutes les attributions qui leur avaient été donnés par les lois, si bien que la force de la nécessité avait créé autour d'eux, une quantité considérable d'autres courtiers faisant les opérations qui rentraient dans le privilège des courtiers institués par le Code de commerce (2) ». Ne pourrait-on pas appli-

(1) *Loi* du 18 juillet 1866, art. 2 et 4.

(2) *Discours* de M. ROUHER, au Corps législatif, Juin 1866.

quer aujourd'hui les mêmes paroles aux agents de change, et ne peut-on pas dire d'eux aussi que leur monopole n'a pas pu répondre à tous les besoins. A la coulisse, au marché libre qui s'est constitué de lui-même à côté du marché officiel, les agents ont abandonné toute une catégorie de valeurs désignées sous le nom de valeurs non cotées ; ils se sont vu enlever aussi la plus grande partie du marché à terme sur les rentes françaises et les grandes valeurs internationales : il faut donc supprimer le monopole des agents de change, comme on a supprimé le monopole des courtiers de marchandises.

Que l'on ne vienne pas dire que ce marché libre serait la reproduction exacte de la coulisse avec ses qualités sans doute, mais aussi avec ses défauts plus nombreux encore, son manque de garantie, ses tendances exagérées à la spéculation, etc., à cette objection M. Vidal répond ainsi : « Une question de droit domine la question économique ou se confond avec elle. Partout où il y a dérogation à un système général du commerce, il y a des ouvriers inconscients d'une force tendant à revenir au système général. Ces ouvriers, en l'espèce, ce sont les coulissiers. Ils méritent peut-être les griefs formulés contre eux, mais l'on ne peut développer ses qualités personnelles et professionnelles dans le marronnage, et le législateur qui a le devoir d'émanciper, de ne pas laisser subsister de parias commerciaux, ne peut leur faire un grief des défauts qui sont un fruit de son incurie. La loi du 18 juillet 1866 a reconnu les courtiers libres opérant sur des marchandises. Le 17 juillet, c'étaient des courtiers marrons vilipendés, comme les coulissiers d'aujourd'hui. Le 19, ils furent des commer-

cants honorés. Si donc la loi a le pouvoir de transformer les gens d'un coup de baguette, elle a le devoir de le donner partout où elle peut affranchir. Si ce n'est pas le coup de baguette qui a opéré ce miracle, c'est alors que les courtiers valaient mieux qu'on ne disait. En ce cas les coulissiers ne méritent peut-être pas tout le mal que l'on dit d'eux, et voilà pourquoi je me déclare partisan du marché libre (1) ».

Un autre grave inconvénient du monopole, est de fixer à un chiffre invariable le nombre des personnes appelées à exercer telle ou telle industrie. Quelle que soit l'importance des affaires, le nombre des agents par l'intermédiaire desquels elles doivent passer ne change pas. Aussi, voyez les fluctuations énormes que subissent les prix des charges ; ne vaudrait-il pas mieux qu'à des regains d'activité correspondit une augmentation dans le nombre des agents ; sinon pour être plus logique, il faudrait, suivant l'expression de M. Neymark : « limiter aussi le nombre des affaires, empêcher l'activité humaine de garantir chez une nation, au fur et à mesure que les richesses s'accroissent (2) ».

Notez enfin que tous ces inconvénients, procédant du monopole et de l'absence de concurrence, ont été sensiblement amoindris par l'existence à côté du marché officiel d'un marché libre que les circonstances ont créé et imposé. C'est la crainte de voir cette coulisse tant décriée, achever de les expulser du marché qui a décidé les agents de change à réduire leurs courtages, et à accepter dans leur organisation surannée certains per-

(1) VIDAL. *Discussion à la Société d'économie politique*, 8 juin 1898.

(2) NEYMARCK. *Discussion à la Société d'économie politique de Paris*, 5 avril 1893.

fectionnements de détail. C'est grâce à la coulisse que l'on peut faire sur le marché de Paris une foule d'affaires d'arbitrage indispensables à un grand marché international ; grâce à elle encore qu'on a pu lancer sur le marché des emprunts énormes qui n'auraient pu réussir avec le seul concours des agents de change ; grâce à elle enfin que la France est devenue la créancière du monde. Quel aurait été l'avenir du marché de Paris livré aux seuls agents de change ligottés par l'interdiction de faire des affaires pour leur propre compte, ne pouvant se porter co-contractants de leurs clients, et incapables d'arrêter des affaires au loin ?

Ce sont ces mêmes coulissiers enfin et des intermédiaires libres que le public a été tout aise de trouver pour négocier les affaires dont les agents ne voulaient pas. Ces derniers, en effet, devant le flot toujours montant des opérations relevant de leurs fonctions, se mirent à les écrêmer pour ne s'occuper que des plus fructueuses. C'est ainsi qu'ils dédaignent le papier de commerce, les matières d'or et d'argent, les titres des sociétés ne donnant lieu qu'à un petit nombre de transactions. Les agents de change prétendent que la grande utilité de leur ministère est de procurer aux valeurs lors de leur négociation, la sincérité absolue du cours ; et voilà qu'ils refusent de négocier les valeurs à marché étroit, dont il est plus facile de fausser le cours, que celui des valeurs à négociation courante.

Et si maintenant, quittant le marché parisien, nous jetons un coup d'œil rapide sur les grands marchés internationaux d'Europe et d'Amérique, nous ne verrons nulle part le monopole paralyser comme en France l'activité des affaires, et la rapidité des transactions.

CHAPITRE II

BOURSES ÉTRANGÈRES

On peut classer tous les marchés financiers en trois catégories : Les marchés entièrement libres, caractérisés par l'absence à peu près complète de règlements; ces marchés peuvent être créés avec la plus entière liberté sans qu'il soit nécessaire d'obtenir l'autorisation administrative; aucune condition n'est exigée de celui qui veut devenir intermédiaire, aucune formalité pour l'admission à la cote, il n'est même pas fixé de maximum de courtage. A ce type correspondent les marchés de Belgique et de Hollande.

Viennent ensuite les marchés à monopole déguisé comme les marchés de Londres, New-York et Genève; marchés libres en ce sens que toute personne a le droit de servir d'intermédiaire dans la négociation des valeurs mobilières, mais monopolisés par une associa-

tion ouverte en dehors de laquelle il est à peu près impossible pratiquement de se livrer à des négociations. C'est dans cette même catégorie que peuvent se ranger les marchés réglementés et surveillés comme ceux de Berlin et de Vienne, quoique ce dernier offre certaines analogies avec les marchés monopolisés.

Dans les marchés monopolisés constituant le troisième groupe, on trouve la France et les États secondaires comme la Grèce et la Roumanie qui ont copié notre législation sur les Bourses de commerce. Dans ce système, le gouvernement nomme des agents de change qui seuls ont le droit de négocier les valeurs mobilières.

PREMIÈRE CATÉGORIE

MARCHÉS LIBRES

— 1^o BELGIQUE (1)

Jusqu'à la loi du 30 décembre 1867, les Bourses belges étaient régies par les principes du Code civil français. Des agents de change, en nombre limité, soumis à des obligations étroites avaient le monopole

(1) V. GUILLARD. *La Bourse, les agents de change et les opérateurs de bourse dans les législations étrangères. Journ. de dr. intern. privé*, 1877. *Pandectes françaises*, V^o *Agents de change*. BOUDON. *La Bourse et ses hôtes*, p. 255 et suiv.

de la négociation des valeurs mobilières. Le triomphe des idées libérales qui entraîna en France en 1866 la suppression du monopole de courtiers de marchandises, fût encore plus accentué en Belgique, et nos voisins par leur loi du 30 décembre 1867 donnèrent à la profession d'agent de change la liberté la plus étendue.

Les principes fondamentaux sur lesquels repose l'organisation des Bourses belges, ont été posés par les lois du 30 décembre 1867 et du 11 juin 1883; ils peuvent se résumer en quelques mots : Liberté complète des Bourses de commerce, de la négociation des valeurs et de la profession d'agent de change.

On distingue en Belgique deux espèces de Bourses. Les Bourses privées pouvant être établies par toute personne Belge ou étrangère et dont les fondateurs en fixent les règlements à leur gré, à la seule condition de n'y rien insérer de contraire à l'ordre public et aux bonnes mœurs. Les bourses publiques créées par l'autorité centrale ou communale. Ces dernières sont administrées par une commission nommée par le collège échevinal. Cette commission est chargée d'arrêter les règlements intérieurs, de statuer sur l'admission à la cote, de rédiger le bulletin officiel des cours, et enfin d'exercer une surveillance sur les agents de change.

La négociation des valeurs mobilières est entièrement libre; toute personne a le droit de servir d'intermédiaire entre un vendeur et un acheteur. L'agent de change n'est autre que celui qui fait métier « de servir d'intermédiaire pour des actes de commerce (1) ». C'est un

(1) *Code de commerce belge*, art. 64.

commerçant qui n'est soumis à aucune des obligations particulières imposées par le code civil à nos agents de change, officiers ministériels. La carrière est donc accessible à toute personne légalement capable de devenir commerçante, même au mineur de dix-huit ans, autorisé à exercer le commerce. Aucun cautionnement n'est exigé, aucune juridiction spéciale n'est imposée, aucune interdiction ne leur est faite, même par les règlements particuliers, de faire des opérations pour leur propre compte; mais dans ce cas, l'agent est tenu d'en informer son client et n'a droit naturellement à aucun courtage. En leur qualité de commerçants, les agents belges sont obligés de tenir tous les livres exigés par le code de commerce. Les seules obligations particulières auxquelles ils soient astreints sont au nombre de deux : Ils doivent garder le secret professionnel, et consigner leurs opérations sur un carnet, pour les transcrire ensuite sur un livre journal, conformément aux dispositions du code de commerce français (1).

Le droit d'admettre les valeurs à la cote appartient à la commission. Les formalités exigées sont très simples : Il suffit d'une demande faite par écrit et contenant un exemplaire des titres, l'indication du taux d'émission, et la désignation de la maison chargée du service des coupons. Lorsqu'il s'agit de valeurs étrangères, on exige en outre, la certification de la cotation dans le pays d'origine.

(1) Comme tout le reste le taux du courtage est complètement libre en Belgique : l'usage pourtant l'a fixé à un chiffre ordinairement accepté par les parties.

2^o HOLLANDE

En Hollande comme en Belgique, la profession de courtier est libre. Les droits et obligations de ces courtiers sont régis par les règles générales du droit. La législation hollandaise diffère cependant de la législation belge en ce que, à côté du courtier libre, il existe des courtiers jurés astreints au serment, ne pouvant faire des opérations pour leur compte, et dont le carnet fait foi en cas de contestation. Mais ces courtiers ne jouissent d'aucun privilège et n'ont aucun droit de surveillance.

Les marchés de Belgique et de Hollande sont les seuls sur lesquels on rencontre une liberté aussi absolue. Mais cette liberté présente de tels inconvénients, que dans ces deux pays on étudie les mesures à prendre pour transformer l'organisation du marché.

En Belgique, le gouvernement a nommé récemment une commission chargée d'élaborer une loi organisant un marché officiel et réglementé. Cette commission spéciale a pour but d'étudier les mesures à adopter pour « la répression des abus relatifs aux affaires de bourse et opérations financières », elle a déjà commencé son enquête (1).

(1) Voici la composition de cette commission :

- MM. DE PARPE, conseiller à la Cour de cassation, *président*.
BEECKMANN, directeur général au ministère de la justice, *secrétaire*.
DE RONGE, avocat général à la Cour d'appel.
DELBÈKE, avocat, membre de la Chambre des représentants.
Edmond PICARD, avocat à la Cour de cassation.
François ROSSEELS, ancien président de la commission de la Bourse à Anvers, et agent de change.
Van CLEEMPUTTE, avocat, membre de la chambre des représentants.
Van HALTEREN, notaire et sénateur.

A Amsterdam, la corporation des banquiers a acquis de la ville un terrain où elle fait construire une Bourse privée, afin d'y établir un marché très sévèrement réglementé.

Bientôt il n'existera donc plus de marchés complètement libres ; la Bourse de Bruxelles va se transformer à une échéance assez brève en marché réglementé ; et Amsterdam verra bientôt s'établir un monopole de fait analogue à celui qui est exercé à Londres par le Stock-Exchange.

DEUXIÈME CATÉGORIE

MARCHÉS ASTREINTS A UNE CERTAINE RÉGLEMENTATION

I. — Marchés sur lesquels une corporation exerce un monopole de fait.

1° ANGLETERRE (1)

En Angleterre, ainsi que nous l'avons dit, chacun est libre de négocier des valeurs mobilières, et tous les marchés sérieux sont valables en quelque endroit qu'ils

(1) BOUDON. *La Bourse et ses hôtes : La Bourse anglaise*. MAN-
CHEZ. *Le Stock-Exchange comparé avec la Bourse de Paris*.
CHEVILLIARD. *Le Stock-Exchange*. JOHN FRANCIS, *Bourse de
Londres*.

aient été conclus. En pratique, toutes les opérations sérieuses ont lieu au Stock-Exchange et comme elles n'y peuvent être opérées par d'autres que par la corporation régulière (1), il s'ensuit que sinon par la faveur de la loi au moins par la force des choses, l'association locataire du Stock-Exchange détient le monopole exclusif des transactions de la Bourse.

Pour bien comprendre le caractère du Stock-Exchange il ne faut pas oublier que c'est une association de commerçants dont le but unique est de s'enrichir. La réglementation qu'ils se sont imposée n'a pas le caractère d'ordre public de notre loi sur la matière, elle vise seulement à maintenir sur le marché certaines traditions élémentaires de régularité, nécessaires à son bon fonctionnement partant à sa prospérité. « Aussi, comme le dit M. Boudon, l'échelle des obligations nous semble comme renversée. Ce que nous plaçons au sommet bien en valeur, est au Stock-Exchange relégué au dernier degré. Prélever sur un client naïf un courtage exorbitant est une de ces peccadilles dont le comité dédaigne de s'occuper, mais troubler de quelque manière les affaires est un forfait que l'expulsion est à peine capable d'expier ».

Aussi, pas de cautionnement exigé des membres de la corporation, car l'on ne peut donner ce nom à la caution dérisoire de 37.500 fr. exigée lors de l'admission du

(1) Le *Stock-Exchange* appartient à une société immobilière dont toutes les actions sont entre les mains des membres de la compagnie. Cette société loue l'édifice à la corporation du *Stock-Exchange*, moyennant le prélèvement sur les membres d'un droit d'admission et d'un droit de cotisation.

membre et pour une durée de quatre années seulement. Point de livres obligatoires; point de ministère forcé, conséquence de la limitation du nombre des intermédiaires; point de responsabilité, ni envers le Trésor, en cas de transfert, ni envers le propriétaire d'un titre perdu ou volé, ni enfin à l'égard de l'incapable, dont les titres ont été négociés; les courtages ne sont pas tarifés, on estime que c'est une question de louage de services et que seuls les intéressés ont qualité pour débattre. Enfin en cas d'infraction à la loi ou de déconfiture, point d'aggravation aux pénalités de droit commun. Aucune des charges imposées dans les marchés réglementés au nom de l'intérêt public, n'existe donc sur le marché londonien dont le caractère fondamental, nous l'avons vu, est d'être constitué par une association de marchands, ayant pour but de sauvegarder leurs intérêts, et de ne considérer ceux du public que dans la mesure où ils sont unis aux leurs (1).

C'est toujours la même caractéristique que nous rencontrons dans les obligations imposées aux membres du Stock-Exchange. Défense d'entreprendre des négociations personnelles avec le clerc ou l'associé d'un membre; entraînant en effet de droit, et à son insu la responsabilité du confrère, ces négociations sont de nature à ébranler soudainement son crédit et sa position. Défense aux agents de porter leurs différends devant les tribunaux afin d'éviter à la compagnie, les critiques et les attaques qui en sont la conséquence forcée. Défense d'intenter

(1) Nous avons remarqué que tel était aussi le caractère de la réglementation que la coulisse des valeurs s'était imposé.

une action judiciaire à un confrère failli, afin que la liquidation ne puisse échapper à la juridiction du Stock-Exchange. Parmi les autres prescriptions dont la violation entraîne l'exclusion, il y a encore : L'association avec un individu ne faisant pas partie de la corporation, le mariage avec une femme qui se livre au commerce, l'entreprise d'opérations étrangères à la Bourse. Dans tous ces cas, en effet, le membre du Stock-Exchange peut être entraîné à la faillite par le fait d'un tiers, pour des opérations inconnues de ses collègues, ce qui pour eux, serait une aggravation considérable de risques. C'est encore la même peine d'exclusion qui sanctionne la défense faite d'opérer pour le compte de faillis, Etats ou particuliers : L'entrée du Stock-Exchange leur étant interdite, celui qui négocie pour eux leur fournit les moyens d'y rentrer subrepticement et nuit à la corporation en enlevant aux faillis un des mobiles les plus puissants qui auraient pu les déterminer à éteindre leur passif.

Mais de toutes les obligations imposées aux membres de la corporation, celle qui est considérée comme fondamentale, est l'obéissance absolue aux ordres du conseil, organe prépondérant. Aucune mesure d'exception n'étant prise à l'égard des associés, l'autorité qui surveille l'observation stricte de la règle doit être scrupuleusement obéie, et c'est de cette soumission que dépend la régularité de la marche de l'institution. Ce comité de direction est composé de trente membres élus pour un an et ayant des attributions législatives, administratives, judiciaires et disciplinaires. C'est lui qui remanie à son gré les règlements et y introduit des

innovations. Lui qui en vertu de ses attributions administratives, arrête les jours de liquidation, statue sur les demandes d'admission à la cote, est le gardien en un mot, des intérêts de la compagnie. Comme juge, il règle les différends entre membres de la corporation, ou même entre membres et tiers lorsque ceux-ci consentent à s'en rapporter à son arbitrage, et liquide les faillites de la corporation sans intervention du pouvoir judiciaire. Mais les plus importantes de ses fonctions sont celles qui ressortent de ses attributions disciplinaires. Il surveille la conduite et les opérations des sociétaires, peut les expulser quand ils se livrent à l'inconduite, et surtout statue sur les admissions. C'est là l'attribution fondamentale, car l'entrée dans un marché de confrères d'une honorabilité ou d'une solvabilité douteuses rendrait les transactions difficiles, multiplierait les irrégularités et les ruines, et par là le marché ne tarderait pas à devenir suspect, à voir diminuer son importance et sa clientèle.

Pour être membre du Stock-Exchange il faut être citoyen anglais, majeur, de bonne vie et mœurs, n'avoir pas fait faillite, ou dans ce cas avoir remboursé ses créanciers; ne pas appartenir à des entreprises étrangères ni avoir une femme commerçante. Les étrangers doivent avoir été naturalisés depuis deux ans au moins, et justifier d'une résidence de sept ans dans le royaume. Chaque nouveau candidat doit être présenté par trois membres sociétaires depuis quatre ans au moins, fournissant pour lui pendant une durée de quatre années une caution de cinq cents livres au moins. Les parrains doivent intimement connaître

celui qu'ils recommandent et se tenir à la disposition du comité pour fournir tous les renseignements que ce dernier peut désirer. Ces conditions et formalités étant remplies, l'accès du marché demeure subordonné à un vote favorable des directeurs. Ce vote favorable émis, le candidat devient pour une année seulement membre du Stock-Exchange. La compagnie en effet se renouvelle entièrement chaque année, et l'on trouve ainsi la possibilité d'éliminer périodiquement les collègues devenus suspects et qui ne sont pourtant pas dans un des cas d'exclusion formellement prévus par le règlement.

Telles sont les garanties dont est entouré le recrutement des membres de la corporation. Ces membres se divisent en deux catégories, les brokers ou courtiers et les jobbers, agioteurs que l'on désigne encore sous la dénomination de *dealers*, marchands achetant et vendant. Le broker est purement intermédiaire, c'est à lui que le public apporte ses ordres d'achat ou de vente. Moyennant un courtage librement débattu avec son client, il doit exécuter les négociations dont il a été chargé ; comme tout mandataire salarié, il répond des négligences et des erreurs ayant causé un préjudice à son mandant. Le broker est encore responsable envers son client de la solvabilité du confrère avec qui il a engagé le marché, à moins que le client n'ait exigé dans le bordereau la mention du nom de la contre-partie.

Lorsqu'un broker a reçu un ordre du client, il peut s'adresser à un de ses confrères, et si l'un d'eux accepte, l'opération se conclut entre brokers, comme à Paris entre agents de change. S'il ne trouve pas de contre-partie il s'adresse alors à un jobber.

Le jobber ainsi que l'avons déjà dit est un marchand de titres, il ne peut se mettre en relations directes avec la clientèle, et ses seuls clients sont les brokers. La plupart d'entre eux sont arbitragistes ; en rapport avec tous les marchés internationaux où ils achètent et vendent sur une large échelle, ils peuvent fournir aux brokers les plus grandes facilités de négociations, aussi bien à l'achat qu'à la vente. Si donc, un broker a un ordre important à exécuter, il s'avance vers un groupe de jobbers qui traitent d'une valeur spéciale et annonce son intention d'entrer en marché mais sans indiquer s'il désire acheter ou vendre. Aussitôt, les jobbers répondent par l'indication de deux prix, le plus élevé étant celui auquel ils sont vendeurs et le plus bas celui auquel ils sont acheteurs, l'écart entre les deux constituant leur bénéfice et leur prime d'assurance. Cet écart est d'autant plus grand que les variations sur le titre sont plus brusques et plus considérables, et que le marché en est moins étendu ; ces circonstances, en effet, augmentent les risques des jobbers. Comme en une vente publique, sur la valeur proposée, les enchères se croisent et se multiplient, jusqu'à ce que le broker traite avec celui des jobbers dont les conditions sont les plus favorables. Si, en faisant sa proposition, le broker n'a pas indiqué la quantité de titres sur lesquels porte l'opération, le jobber ne peut se trouver engagé pour plus de 1.000 livres d'effets publics, ou pour plus de 10 titres ayant un cours supérieur à 15 livres, pour plus de 50 titres ayant un cours supérieur à 1 livre, ou 100 titres ayant un cours inférieur à ce dernier chiffre. La cote des valeurs est formée par les opérations des

jobbers, c'est-à-dire qu'elle porte toujours deux cours, celui de l'offre et celui de la demande. Elle est publiée sous le contrôle du comité du Stock-Exchange. Le taux des courtages, ainsi que nous l'avons dit, est complètement libre, et accuse de maisons à maisons d'énormes variations. Quant à l'admission des valeurs à la cote, elle est abandonnée à l'appréciation du comité. Pour les effets publics, ceux qui patronnent l'introduction des titres doivent adresser une demande, prouver que l'emprunt a une importance suffisante pour donner lieu à des échanges nombreux et sérieux, qu'il a été négocié publiquement par des personnes ayant pouvoir de le faire, et y joindre enfin un spécimen des titres. Après que la demande d'admission est restée affichée pendant trois jours pour provoquer les critiques, le comité statue sur l'acceptation. Pour les valeurs anglaises, on doit fournir le prospectus et toutes les pièces pouvant prouver que la société a été constituée conformément à la loi anglaise, on doit indiquer le but et les ressources de la société, la quotité des versements effectués. Un membre du Stock-Exchange doit être délégué par la société, pour fournir au comité tous les renseignements que ce dernier jugera à propos de demander (1). Puis, la demande d'admission de la société reste affichée pendant trois jours : le comité examine

(1) L'admission ne peut être accordée que lorsque deux brokers se portent fort pour les États, les compagnies ou les banques intéressés. Ces deux brokers cherchent à réunir le plus de signatures qu'ils peuvent parmi leurs confrères et l'admission a lieu d'autant plus facilement que la quantité ou la qualité des signatures sont plus importantes.

ensuite la régularité des pièces, les protestations s'il s'en est produit et juge ensuite souverainement de l'admission ou du rejet de la demande. Les titres d'étrangers doivent subir la même procédure, en outre, on leur demande une certification de cotation dans leur pays d'origine, et la preuve qu'ils acquittent tous les impôts nécessaires à leur validité tant au lieu de leur création qu'en Angleterre.

Telle est l'organisation de la Bourse anglaise; organisation dans tous les détails de laquelle on trouve cette unique et constante préoccupation, d'assurer la sécurité des transactions en se plaçant seulement au point de vue des intérêts des membres de l'association. Pas une obligation, pas une prescription dont le but unique et immédiat soit la sauvegarde de l'intérêt public; mais ce dernier se trouve protégé indirectement, car le client a un intérêt aussi considérable que les membres du Stock-Exchange eux-mêmes à ce que les négociations soient entourées de la plus absolue sécurité.

2° ETATS-UNIS D'AMÉRIQUE

L'organisation des Bourses américaines est à peu près semblable à celle des Bourses anglaises. Ce sont des associations d'intéressés qui ne sont soumis à aucun règlement extérieur et ne jouissent d'aucun monopole légal. En fait, il est à peu près impossible de servir d'intermédiaire si l'on ne fait partie d'une association. La plus puissante d'entre elles est le Stock-Exchange de

New-York (1) ; le nombre des sociétaires en est fixé à 1.400 ; les nouveaux membres ne peuvent être admis par le comité de direction, dont les attributions sont analogues au comité londonien, qu'après avoir acquis le privilège d'un membre décédé ou démissionnaire. Ce privilège vaut aujourd'hui à peu près 24.000 dollars après en avoir valu 35.000 (2). En dehors du Stock-Exchange fonctionne à New-York un second marché presque aussi puissant que le premier où opèrent les Curbstone brokers, qui s'occupent surtout des transactions sur valeurs industrielles.

Comme à Londres, les règles applicables aux intermédiaires ne sont autres que celles du droit commun (3). Pour sauvegarder la régularité et la sécurité des transactions, les membres des associations exigent certaines conditions pour l'admissibilité de membres nouveaux ; ils ont institué un tribunal arbitral pour trancher les contestations entre brokers, établi un règlement dont l'application est surveillée par un conseil ou comité général.

(1) D'après l'*History of the New-York-Exchange* publiée par le *Financier Compagny*, c'est à l'année 1792 que l'on pourrait faire remonter l'origine du *Stock-Exchange* : 25 courtiers en fonds publics qui avaient coutume de se réunir sous un arbre dans *Vall Street*, et qui éprouvaient le besoin d'une réglementation uniforme convinrent de ne faire aucune transaction sans prélever 1/4 0/0 de commission et de se donner la préférence entre eux pour les ordres à exécuter.

(2) En 1820 il valait 100 dollars.

(3) L'intermédiaire n'est responsable du préjudice qui peut résulter de l'opération qu'il traite, que dans le cas où il a été coupable de négligence ou de fraude. Il n'est jamais garant de la régularité ou de la légitimité des titres qu'il a reçu l'ordre de négocier.

Ce comité général est composé de 40 membres se renouvelant par quart chaque année ; c'est lui qui prononce la suspension et la révocation des membres qui violent le règlement, et admet les candidats remplissant les conditions exigées par les statuts, lui aussi qui prononce l'admission des valeurs à la cote après avoir examiné les prospectus et vu si les valeurs avaient rempli certaines conditions de publicité exigées.

3° SUISSE

Il existe en Suisse, des Bourses à Bâle, Zurich, Genève ; mais cette dernière est la seule vraiment active, elle a été établie et réglementée par les lois du 20 décembre 1856, des 3, 20 et 27 juin 1857 et par le règlement du 4 juin 1857, qui ont modifié le titre V du Code de commerce français. Pour être agent de change il suffit de faire une déclaration à la chancellerie, de n'avoir jamais fait faillite (1), et de justifier d'un stage d'un an chez un agent de change, un courtier ou un commerçant de Genève ; les étrangers eux-mêmes peuvent devenir agents de change s'ils appartiennent à des pays ayant un traité de commerce avec la Suisse, sont domiciliés à Genève et satisfont aux conditions de capacité requises. Conformément au Code de commerce les agents genevois doivent tenir des livres et de plus

(1) Ceux qui ont fait faillite peuvent être agents de change s'ils ont été déclarés excusables, s'ils ont obtenu un concordat de leurs créanciers ou s'ils ont été réhabilités,

délivrer aux parties, un bordereau des opérations traitées pour leur compte (1).

Théoriquement, la profession d'agent de change est donc presque complètement libre à Genève, mais pratiquement, il n'en est pas ainsi. Les agents de change en effet, ont constitué entre eux une compagnie privée dans laquelle ils n'admettent que ceux qui sont dignes de leur confiance (2), en sorte qu'on peut voir à la Bourse de Genève, des agents de change qui n'ont même pas le droit de pénétrer dans la corbeille.

La Bourse de Genève est administrée par des commissaires nommés par le conseil d'État, ces commissaires proclament aussi les cours, font transcrire sur des registres spéciaux les bordereaux des agents de change.

A côté de ces marchés libres théoriquement, mais dont l'initiative privée a fait des marchés privilégiés; il y a des marchés réglementés par la loi, mais sans que les intermédiaires soient fixés à un chiffre déterminé.

II. — Marchés sur lesquels le gouvernement exerce une certaine surveillance.

1^o ALLEMAGNE (3)

Les Bourses de valeur et les Bourses de marchandises sont en Allemagne étroitement unies, ou plutôt ne

(1) *Loi* du 20 décembre 1856, art. 10.

(2) Comme garantie des engagements mutuels un cautionnement de 50.000 francs doit être versé dans une caisse commune.

(3) V. SAYOUS. *Études économique et juridique sur les Bourses allemandes*. R. G. LEVY. *Revue des Deux-Mondes*, 15 novem-

forment que deux sections d'un seul et même tout; même local, même réglementation, mêmes intermédiaires, même haute surveillance; les règlements particuliers, antérieurs à la loi du 22 Juin 1896, déclaraient même, pour la plupart, qu'il n'y avait dans la ville qu'une seule Bourse.

Le gouvernement prussien seul, avant la loi de 1896, avait sur les Bourses un droit de surveillance; l'autorisation du Ministre du commerce était nécessaire pour l'établissement d'une Bourse et toute modification aux règlements devait être soumise à son agrément. Le Code de commerce allemand de 1864 ne contenait aucune disposition sur les Bourses; la commission chargée de l'élaborer avait pensé, en effet, qu'il ne fallait pas aborder un domaine de pure administration et que d'ailleurs le lieu où l'on contracte ne pouvait avoir aucune influence sur la nature juridique du contrat.

Depuis la loi du 22 juin 1896 (en vigueur depuis le 1^{er} janvier 1897), les Bourses allemandes qui étaient des associations privées autonomes et placées sous la dépendance des Chambres de commerce, ont été mises sous la surveillance gouvernementale. C'est le gouvernement local qui est chargé d'approuver les règlements. Auprès de chaque Bourse, il est en outre représenté par un commissaire chargé de surveiller

bre 1897. BOUDON. *La Bourse et ses hôtes*. BULLIER. *Marchés financiers en France et en Allemagne*. *Economiste français*, 1893. RAFFALOWICH. *Marché financier*, 95, 96. *Economiste français*, années 1895-96-97-98. PÉRIÉ. *Bourses d'Europe*. *Droit financier*, 1895. THALLER. *Rec. de légist. comp.*, février 1898. *Régime des Bourses en Allemagne*.

l'application des lois et règlements (1). Pour les personnes qui dans leurs opérations à la Bourse se seraient rendues coupables d'actes contraires à l'honneur ou inconciliables avec la loyauté commerciale, il est constitué un tribunal d'honneur pouvant prononcer soit un avertissement, soit une exclusion temporaire ou définitive de la Bourse (2).

Cette législation nouvelle n'a pas produit jusqu'ici les résultats qu'en attendaient ses auteurs. Les organes choisis n'ont pu intervenir avec succès et semblent même incapables de le faire, tant que les commerçants ne seront pas animés du désir d'agir selon la loi, et d'en respecter l'esprit aussi bien que le texte.

Avant la loi de 1896 et depuis 1857, l'entrée des Bourses allemandes, sauf celle de Hambourg, était interdite au public. Pour y pénétrer, il fallait être muni d'une carte. Cette carte ne pouvait être donnée aux femmes, aux faillis, aux mineurs, aux personnes ne jouissant pas de tous leurs droits civils ; elle constituait une simple mesure de police destinée à interdire à toute personne indigne l'entrée de la Bourse. D'après la loi nouvelle, à Berlin, toute personne désireuse de fréquenter la Bourse, doit être présentée par trois garants appartenant à la Bourse depuis au moins trois ans (3). Après que le nom de l'impétrant est resté affiché pendant huit jours, le comité directeur décide de l'admission sur le rapport d'une commission prise dans son sein. A Francfort, l'admission

(1) Art. 2 de la loi du 22 juin 1896.

(2) *Ibid.*, art. 18 à 27.

(3) *Ibid.*, art. 16.

est prononcée par le comité directeur sur la présentation de deux personnes. On a espéré par ces mesures destinées à rendre l'accès de la Bourse plus difficile diminuer le nombre des joueurs. A Hambourg, à Brême et à Lubeck, l'entrée de la Bourse est restée libre.

Tel étant le régime actuel auquel les Bourses allemandes sont soumises, quels sont les intermédiaires qui opèrent sur le marché ainsi organisé ?

Depuis la promulgation du Code de commerce en 1864, le courtage était libre en Allemagne ; les courtiers assermentés n'étaient pas complètement supprimés, mais ils n'avaient plus qu'un rôle supplétoire (1). Cependant les obligations auxquelles ils restaient soumis étaient fort étroites. C'est ainsi qu'ils ne devaient faire aucune opération commerciale pour leur propre compte, ni se porter garants de l'exécution des marchés dans lesquels ils s'entremettaient ; ils devaient faire en personne les actes de leur ministère, garder le secret professionnel, et délivrer à chacune des parties, après la conclusion de l'affaire, un bordereau signé par eux (2). La principale différence entre les deux catégories de courtiers, c'est que les courtiers assermentés étaient seuls chargés des ventes publiques (3). Leur nombre était limité ; il était fixé à 70 à Berlin.

Le Code de commerce définit les courtiers « des intermédiaires officiellement institués pour des actes de

(1) Art. 84 du *Code de commerce*.

(2) Art. 69 à 72. *Ibid.*

(3) Il y a une certaine analogie entre cette situation et celle qui a été créée en France par la loi de 1866 sur les courtiers de marchandises.

commerce. » Il s'ensuit que leur rôle consiste seulement à transmettre la volonté des parties, mais sans s'engager personnellement, sans assumer de mandat, quand au fond même de l'affaire. Ils ne sont selon la définition de la Jurisprudence allemande que « des messagers qualifiés. » On distingue en effet, en Allemagne, les courtiers simples intermédiaires, n'agissant pas comme représentants des parties, et les commissionnaires qui opèrent professionnellement en leur propre nom pour le compte d'autrui. En pratique, cette distinction artificielle est basée sur ce fait, que les courtiers serviront généralement d'intermédiaires aux personnes de la ville et à celles présentes à la Bourse, tandis que les commissionnaires représenteront celles qui sont éloignées de la Bourse.

Devant la concurrence des courtiers libres et des banques de courtiers (Maklerbanken), l'importance des courtiers assermentés va tous les jours en s'amoin-drissant, d'autant plus que les dispositions légales, quoique peu respectées par eux, les gênent cependant dans une mesure appréciable ; ils ont conservé une grande partie du marché au comptant (1), mais le marché à terme leur a à peu près complètement échappé, et à Hambourg même, une loi du 1^{er} janvier 1872 les a complètement supprimés.

Ce qui fait en effet la force des courtiers non officiels,

(1) La raison pour laquelle les courtiers assermentés ont conservé le marché au comptant c'est que ce sont eux qui sont chargés de fixer le cours unique. Le cours unique qui est celui auquel on peut faire le plus d'opérations en tenant compte des ordres et de leurs conditions, se distingue du cours moyen qui est le produit mathématique d'une moyenne entre plusieurs cours.

c'est de n'être gênés par aucune réglementation : ils peuvent contracter en leur propre nom et pour leur propre compte, de cette façon le client est sûr d'avoir une contre-partie immédiate et solvable (1). Véritables jobbers spéculateurs, ils attendront plus ou moins longtemps de chercher une contre-partie suivant leur prévision des cours ; en fait, la plus grande partie de leurs bénéfices provient de la différence entre le prix auquel ils auront fait leur première opération et celui auquel ils l'auront dénoncée, se couvrant même parfois d'une opération au comptant par une opération semblable et inverse faite à terme.

A côté des courtiers il y a les banques de courtiers destinées à faciliter dans de grandes mesures les opérations à terme (2). Ces banques se renferment très strictement dans leur rôle de courtiers, ne font jamais de commission, et ne contractent en aucun cas pour des personnes étrangères à la place (3). Voici comment fonctionnent les banques de courtiers : chacune d'entre elles passe avec un certain nombre de courtiers un

(1) Un autre avantage de cette façon de procéder, c'est d'éviter les pointes (spitze), on appelle ainsi les fractions d'ordre qui n'ont pu être exécutées faute de contre-parties suffisantes. Pour les éviter les courtiers se présentent souvent eux-mêmes comme contre-parties, et font le lendemain une opération semblable et inverse.

(2) Il y a à Berlin, trois banques de courtiers : Le Börsenhandelsverein, la Maklerbank, et le Berlinermaklerverein.

(3) Si en effet les banques de courtiers empiétaient sur les fonctions de commissionnaire, elles perdraient immédiatement leur meilleure clientèle, qui est celle des banques ; entre elles, ce serait une guerre à mort qui ne se terminerait pas à l'avantage des Maklerbank.

contrat d'après lequel ces courtiers peuvent offrir à toutes personnes avec lesquelles ils feront des marchés à terme, la solvabilité de la banque des courtiers; en échange de cette garantie les courtiers abandonnent à la banque la moitié de leur courtage, et supportent pour moitié l'insolvabilité des personnes avec lesquelles ils ont contracté; la maison de banque dresse une sorte d'état de crédit, dans lequel elle indique le chiffre d'opérations qui pourra être fait avec chaque maison de banque, si le courtier dépasse le chiffre fixé il le fait à ses risques et périls; de plus le montant des opérations que chaque courtier a le droit de faire ne peut dépasser une somme, proportionnelle ordinairement à son cautionnement; à toute réquisition du directeur de la banque, le courtier est tenu de montrer ses livres, de façon à ce que l'on puisse s'assurer que le découvert ne dépasse pas la somme fixée. Il est facile de voir maintenant les avantages qu'offrent aux spéculateurs les banques de courtiers; grâce à elles, en effet, ils sont toujours assurés de trouver des contre-parties solvables.

Telle était la situation des courtiers depuis la promulgation du Code de commerce jusqu'à l'application de la loi sur les Bourses, 1^{er} janvier 1897. D'une part des courtiers assermentés ou officiels, soumis à une étroite réglementation, ne possédant presque aucun privilège et n'ayant conservé le marché au comptant que parce qu'ils cotaient le cours unique. En face d'eux les courtiers libres ou privés et les banques de courtiers jouissant de la plus entière liberté d'action avaient presque complètement accaparé le marché à terme.

La loi du 22 juin 1896 introduisait dans cet état de choses quelques transformations : elle remplace les courtiers officiels par des courtiers de cours (Kursmakler) dont la fonction serait de fixer les cours (1). Ces courtiers sont nommés par le gouvernement de chaque Etat, et sont assermentés. Des anciennes obligations des courtiers officiels, on ne laisse subsister que celles qui porteraient forcément atteinte à l'impartialité des courtiers. On leur défend donc d'exercer aucune autre profession commerciale, et ils ne peuvent pas en principe opérer pour leur propre compte ni se porter garants pour les affaires qu'ils négocient. Cependant comme il est parfois utile aux courtiers, s'ils ne veulent pas perdre leur clientèle, soit de se présenter comme acheteurs ou vendeurs, comme par exemple en cas de pointe, soit de se porter garants d'une personne dans le cas où celle qu'on a abouchée avec elle, la refuse comme contrepartie, la loi décide que les courtiers de cours « pourront conclure d'affaires pour leur propre compte et se porter garants alors même qu'il s'agit d'affaires dont ils contribuent à fixer les cours, autant que cela sera nécessaire pour l'exécution des ordres reçus (2). » Les courtiers des cours devront tenir des registres, fournir des bordereaux, percevoir un droit de courtage (3) ; ils fixeront les cours à l'aide des négociations qu'ils auront opérées ; cependant l'art. 31 de la loi permet au comité directeur de la Bourse de prendre également en considération d'autres affaires. Ce qui d'ailleurs se faisait

(1) Art. 30, l. 1896.

(2) *Ibid.*, art. 32.

(3) *Ibid.*, art. 33.

déjà pour les marchés à terme dont les cours étaient fournis surtout par les Maklerbanken.

A côté du courtier, nous avons déjà vu qu'il y avait en Allemagne le commissionnaire. Le commissionnaire est défini par le Code de commerce allemand : « Celui qui fait profession de conclure des actes de commerce en son propre nom et pour le compte d'une personne qui lui en donne l'ordre (1) ». Avant la rédaction du Code de commerce allemand, on refusait, en général, aux commissionnaires le droit de faire la contre-partie de leurs mandants. Le Code de commerce reconnut au commissionnaire le droit de traiter personnellement avec son commettant (2), n'imposant à cette faculté qu'une seule restriction : Les valeurs que le commissionnaire est chargé de vendre doivent avoir un prix de Bourse.

Le droit pour le commissionnaire de servir de contre-partie à ses mandants, entraîna les plus graves inconvénients. Les commissionnaires pouvaient, en effet, suivant l'expression allemande, couper dans les cours (im Kurse schneiden), c'est-à-dire compter au commettant, lorsque dans un jour plusieurs cours étaient cotés, le cours le plus bas alors qu'ils avaient traité à un cours plus favorable; ils pouvaient aussi spéculer aux dépens de leurs clients, par exemple acheter au reçu de l'ordre, et compter au commettant le cours où cet achat a été fait en cas de baisse, et en cas de hausse, revendre et acheter pour bénéficier de la différence entre les deux

(1) *Code de commerce allemand*, art. 360.

(2) Art. 376.

cours d'exécution. De plus, les commissionnaires spéculateurs, contre-parties de leurs mandants, cherchent à amener une hausse sur les valeurs qu'ils veulent vendre à leurs clients et une baisse lorsqu'au contraire ils veulent acheter ; ce qui leur est relativement facile sur les valeurs à marché peu étendu. Souvent aussi le commissionnaire conseille l'achat de valeurs dont il veut se débarrasser, et la vente au contraire de valeurs qu'il désire acheter (1).

Que fit la loi de 1896 pour remédier à ces abus ? On proposa à la commission d'enquête, de supprimer pour le banquier commissionnaire, la possibilité de faire la contre-partie de ses mandants ; mais l'on reconnut bientôt l'inutilité d'une telle prescription. Les banquiers, anciens commissionnaires, se transformeraient purement et simplement en marchands, trafiquant pour leur propre compte, faisant leurs opérations à des taux arbitraires, et rien ne serait changé. Aussi la loi se contenta-t-elle de diminuer le nombre des cas dans lesquels le commissionnaire a la faculté de se présenter lui-même comme contre-partie, et décida qu'il ne pourrait le faire légalement que dans le cas où il s'agirait de titres ayant un cours officiel en Bourse (2).

Pour empêcher les commissionnaires de spéculer sur le dos de leurs clients, et de couper dans les cours, la loi a pris une série de dispositions : « Dans le cas où

(1) Tous ces abus apparurent au grand jour dans plusieurs procès antérieurs à la loi de 1896 et dont le plus célèbre fut le procès Polke. Ces procès eurent une grande influence sur le mouvement d'opinion qui amena la législation nouvelle.

(2) *Loi de 1896, art. 71, § 1^{er}.*

l'ordre devait être exécuté pendant la durée de la Bourse, si l'avis d'exécution n'a été expédié qu'après la fermeture, le prix compté ne pourra être plus défavorable pour le commettant que le prix du moment de la fermeture de la Bourse. » « Pour les ordres donnés à des cours déterminés (premier cours, dernier cours) le commissionnaire est obligé de porter ce cours au compte du commettant sans prendre en considération le moment de l'expédition de l'ordre. » « Pour les valeurs dont le prix est fixé officiellement, le commissionnaire ne peut pas, au cas où il exécuterait l'ordre par intervention personnelle, porter au compte du commettant un prix moins favorable que le prix fixé officiellement (1). Afin de rendre efficace toute cette réglementation, l'art. 75 al. 2 de la loi, prévoit une sanction pénale. « Sera puni d'un emprisonnement et pourra en outre, être condamné à une amende qui ne dépassera pas 3.000 marks, ainsi qu'à la perte de ses droits civils, tout commissionnaire qui, pour se procurer ou pour procurer à un tiers un avantage pécuniaire, aura agi sciemment, au préjudice du commettant, en exécutant un ordre ou en concluant une affaire. S'il y a des circonstances atténuantes, il pourra être condamné à l'amende seulement. »

Grâce à cette série de dispositions, grâce surtout à leur sanction pénale, la manœuvre qui consistait à couper dans les cours ou à jouer sur le dos de son client, a en grande partie disparue; mais les autres incon-

(1) *Ibid.*, p. 3, 4 et 5, le dernier paragraphe de cet art. 71, décide que les alinéas précédents ne pourront être modifiés par aucune convention.

vénients de la possibilité pour les commissionnaires de faire la contre-partie de leurs clients subsistent toujours et ils ne disparaîtront pas, tant qu'il ne sera pas possible de faire comme le demandait le Vorwoertz « un grand trait entre la Bourse et la banque ».

Malheureusement ce grand trait était impossible en Allemagne, à cause surtout d'habitudes depuis longtemps acquises. C'est pour la même raison que la réorganisation du marché financier a presque complètement échoué. On a voulu complètement bouleverser l'organisation préexistante ; mettre sous la tutelle gouvernementale des Bourses qui jusqu'alors avaient été autonomes ; les intéressés ont opposé à cette réforme la résistance la plus acharnée et ont trouvé le moyen de la rendre en grande partie vaine et illusoire. « Par dessus tout, comme le dit M. Sayous dans son remarquable ouvrage sur les Bourses allemandes, l'esprit de lutte a vicié cette réforme. Telle a été la principale cause de l'échec presque complet du législateur, sur les points mêmes où son intervention aurait pu devenir salulaire ». Quant aux dispositions par lesquelles le législateur a essayé de réglementer non plus le marché lui-même, mais les opérations qui se font sur ce marché, elles n'ont pas obtenu un meilleur succès, et cela pour les mêmes causes. D'ailleurs l'insuccès de la réglementation du marché aurait suffi à entraîner celui de la réglementation des opérations, comment pourrait-on en effet, imposer à des intermédiaires l'obligation de se soumettre à la loi pour les opérations dont ils sont chargés, alors qu'on est incapable de les soumettre à une direction ?

2^o AUTRICHE-HONGRIE

Les Bourses autrichiennes (1) présentent un certain nombre de traits qui leur ont été empruntés par le législateur allemand de 1896. Elles ne peuvent être créées qu'en vertu de l'autorisation du ministre des finances et du ministre du commerce. Les règlements en vertu desquels les Bourses s'administrent doivent être approuvés par le gouvernement. Le pouvoir est représenté auprès de la Bourse par un délégué portant le titre de commissaire de la Bourse; ce dernier réprime les infractions, a la haute main sur les courtiers dont il peut se faire présenter les livres (2). A côté de lui, et surveillé par lui, existe un conseil de direction (Börsekammer) composé de trente membres, et nommé par le suffrage de tous les membres de la Bourse. La Börsekammer est chargée de l'administration et de la police de la Bourse, et propose aux ministres compétents les transformations que l'on pourrait apporter au règlement. C'est elle aussi qui fixe les heures de Bourse, décide de l'admission à la

(1) Les principales sont celles de Vienne, de Prague, de Pest et de Trieste.

(2) Le commissaire de la Bourse institué en Allemagne à l'imitation de celui qui fonctionnait en Autriche, a des pouvoirs moins étendus. Il ne peut pas s'opposer à l'exécution des délibérations du Conseil des anciens, lorsqu'elles lui paraissent contraires aux lois et règlements, ni vérifier le contenu des livres des courtiers comme peut le faire celui de Vienne. Il ne peut qu'attirer l'attention des organes de la Bourse sur des abus commis et adresser des rapports.

cote officielle, détermine suivant les besoins du marché le nombre des courtiers assermentés et les propose à l'investiture officielle du gouverneur de la province.

En Autriche, comme en Allemagne, on distingue, en effet, deux catégories de courtiers, les courtiers assermentés devenus en Allemagne, depuis la loi du 22 juin 1896, les courtiers des cours et les courtiers libres ; mais les courtiers assermentés d'Autriche se rapprochent beaucoup plus de nos agents de change que leurs confrères allemands du même ordre. Comme ces derniers, les courtiers assermentés autrichiens ne sont pas livrés sans défense à la concurrence des courtiers libres, et jouissent d'une situation privilégiée. Constitués en syndicat, ils ont un fonds de réserve et sont placés sous l'autorité d'un syndic élu par eux. Soumis à peu près aux mêmes obligations que nos agents de change, ils doivent prêter serment, garder le secret professionnel, ne pas opérer pour leur propre compte ni se porter garants des opérations qu'ils traitent, ils sont obligés de tenir un carnet et un livre-journal.

Comme à Berlin, les courtiers ne sont que des intermédiaires pour les opérations commerciales, ce sont les banquiers qui sont les commissionnaires. Tout autour du rectangle à l'intérieur duquel se tiennent les courtiers officiels sont placés des sièges pour les chefs des maisons de banque et leurs fondés de pouvoir. Les courtiers libres, véritables coulissiers, opèrent dans le reste de la salle, debout, et par groupes spécialisés.

Pour pouvoir être admis aux fonctions de courtiers officiels, il faut être citoyen autrichien, âgé de 24 ans au moins, fournir un cautionnement dont la quotité est

fixée par le ministre des finances et dont le taux varie avec l'importance de la Bourse. C'est par voie de concours que le conseil de direction fait un choix entre les différents candidats ; le candidat admis est nommé par le jury d'examen, sauf approbation du pouvoir central. Dans le cas où le courtier viendrait à manquer à ses devoirs professionnels, il pourrait être puni de l'avertissement, de l'amende, de la suspension ou de la destitution. Les peines sont prononcées par une commission composée de quatre membres de la Bourse, élus à cet effet, et présidée par le commissaire de la Bourse.

Pas plus que les Bourses allemandes, les Bourses autrichiennes ne sont ouvertes. Les incapables, les mineurs, les femmes, les faillis non réhabilités, ceux qui ont été exclus par le conseil de direction, se voient interdire l'entrée de la Bourse. Parmi les personnes admises à la Bourse, on distingue les visiteurs et les membres ; à chacun d'eux, le comité délivre des cartes, mais la taxe à acquitter par les seconds est inférieure à celle qui est exigée des premiers. Les Bourses autrichiennes sont donc soumises à ce point de vue à un régime bien plus libéral que les Bourses allemandes depuis l'application de la loi de 1896 (1).

(1) Exception faite des bourses de Hambourg et de Brême, dont l'entrée est libre.

CHAPITRE III

DOUBLE PRINCIPE FONDAMENTAL DU MARCHÉ FINANCIER FRANÇAIS

I. — Nécessité d'une réglementation et les différents projets présentés.

Quoi qu'en puissent dire certains partisans du marché libre, cet examen des législations étrangères ne leur est pas précisément favorable. Sans doute, nulle part nous n'avons trouvé un grand marché monopolisé à la façon de celui de Paris ; dans toutes les grandes Bourses nous avons rencontré au moins une catégorie de membres pouvant faire des opérations pour leur propre compte mais cette absence de monopole, cette plus grande liberté d'action n'exclut nulle part la réglementation. Entre tous les marchés européens, il n'y en a que deux qui jouissent d'une absolue liberté et puissent réellement être qualifiés de marchés libres, ce sont ceux de Bruxelles et d'Amsterdam... Eh bien ! nous l'avons

vu, les intéressés eux-mêmes ont reconnu les dangers de cette situation, et avant très peu d'années il ne restera plus en Europe aucun marché absolument libre.

Il est inutile d'insister bien longtemps sur les inconvénients multiples présentés par le marché libre. Qu'est-ce que serait en effet un marché livré au premier venu dont aucune autorité n'a vérifié la moralité, l'expérience professionnelle et la solvabilité. Le marché libre, ce serait un marché devenu rapidement la proie de financiers cosmopolites, sans scrupule, constituant pour le pays un danger à la fois national et social :

« Toute cette foule de financiers cosmopolites qui vient chercher fortune dans notre pays, démoralise lentement notre vieille société française, sur laquelle elle règne en maîtresse par la toute-puissance de l'or.

« Etrangers à tout scrupule, uniquement guidés par le désir de faire rapidement fortune, ils corrompent les sentiments généreux de notre race.

« L'idée de patrie ? Comment pourraient-ils donc la comprendre, ceux qui abandonnent si facilement le sol qui les a vu naître ?

« L'idée de l'honneur ? Mais ils ne songent qu'à gagner des millions par n'importe quels procédés plus ou moins honnêtes.

« L'idée de la justice ? Ils doivent en rire souvent quand ils voient avec quelle facilité ils échappent à nos lois dont les rigueurs semblent réservées à nos nationaux (1). »

(1) *Discours* de M. GAUTHIER DE CLAGNY à la Chambre des députés. Séance du 23 février 1893.

Que l'on ne vienne pas arguer de la similitude qui existe entre les transactions commerciales ordinaires et les négociations de valeurs de Bourse. L'assimilation n'est pas exacte. Le commerçant ne perçoit pas un courtage sur les opérations d'achat ou de vente qu'il effectue, d'un côté avec le commerçant, de l'autre avec le client, il fait un achat et une vente directe. La clientèle le sait, elle a sous les yeux, la marchandise, elle discute le prix ; la loi n'a pas à intervenir entre parties contractantes, connaissant toutes les conditions du marché. Il n'en est plus ainsi lorsqu'il s'agit de valeurs mobilières. Là, pas de vente directe, le vendeur et l'acheteur éprouveraient trop de difficultés à se remontrer, à se servir mutuellement de contre-parties ; il faut des intermédiaires qui, moyennant un courtage fixe, mettent en présence vendeurs et acheteurs. Les intermédiaires n'ont droit qu'à ce courtage, ils sont en plus chargés d'établir les cours sur des valeurs se chiffrant par dizaines de milliards. A ces titres, une certaine surveillance est nécessaire sur un marché qui a une action profonde et immédiate sur la fortune du pays et le crédit public (1).

Aussi la plupart des partisans de la liberté du marché ne réclament pas une liberté absolue dont les dangers sont par trop évidents : « Il ne s'agit pas, bien entendu, dit M. François, de s'arranger de telle manière que le premier aigrefin venu pourra, par le moyen connu, amorcer le public et faire des dupes sous le prétexte de faire des opérations de Bourse » (2). « Nul ne songe,

(1) V. MANCHEZ, *op. cit.*, p. 15 et suiv.

(2) FRANÇOIS. *Le monopole des agents de change. Revue d'économie politique*, 1893, p. 327 et suiv.

dit M. Schaffauser, à rendre la situation d'agent de change entièrement libre. Il est de toute nécessité pour la sauvegarde des intérêts du public et le développement du marché et des affaires qui en sont la conséquence, que l'on exige de très sérieuses garanties de moralité, de nationalité, de solvabilité et d'aptitude de tous ceux qui voudraient exercer la profession d'agent de change (1) ».

Comme conclusion, les uns voudraient que l'on établît sur le marché français une corporation analogue au Stock-Exchange londonien : « Il faudrait, dit M. François, établir une organisation analogue à celle de Londres, de New-York, et par suite autrement large que celle qui existe maintenant, mais conçue de façon à présenter au public de réelles garanties. Sans doute, le marché étant libre, tout le monde aurait le droit de faire des opérations pour autrui ; mais si on savait que le titre de membre de la Bourse n'est conféré qu'à bon escient à des maisons donnant des garanties d'honorabilité, ce serait à celles-là que la presque totalité des affaires arriverait (2) ».

Les autres désireraient un marché privilégié, mais sur lequel le nombre des intermédiaires serait illimité : Tout Français présentant les conditions d'honorabilité, de solvabilité et de capacité professionnelle devra pouvoir exercer la fonction d'agent de change. C'est la chambre syndicale des agents, tenue de s'organiser en

(1) SCHAFFAUSER. *Réorganisation du marché financier*. Lois nouvelles, 15 novembre 1897, p. 449.

(2) FRANÇOIS. *op. cit.*, p. 334.

corporation professionnelle, qui statuera sur les admissions. L'agent de change ne peut s'intéresser directement dans une affaire pour laquelle il aura reçu un ordre destiné à s'exécuter à titre de mandataire. Mais rien n'empêcherait l'agent de traiter directement avec une personne et de lui acheter ou vendre des valeurs. Cette dernière formule est celle qui a été proposée par MM. Trarieux, Boulanger, dans leur projet de loi sur : « La réglementation nouvelle de la fonction des agents de change (1) », réglementation qu'approuve M. Schaffhauser (2).

Entre les deux systèmes existe la plus grande analogie. D'un côté, c'est une corporation privée, se recrutant parmi les intermédiaires les plus riches et les plus honorables, propriétaire de l'immeuble dans lequel on opère les négociations et jouissant d'un monopole de fait. De l'autre, c'est une corporation dans laquelle devroient rentrer tous les intermédiaires, et jouissant d'un monopole de droit. Des deux côtés, le nombre des intermédiaires est illimité, et il leur est loisible de faire des opérations pour leur propre compte à la condition de prévenir la personne avec laquelle ils contractent.

Cette solution, il faut le reconnaître, présenterait un certain nombre d'avantages sur l'organisation antérieure à la mise en vigueur de l'amendement Fleury-Ravarin. Si légalement toutes les affaires devaient passer par l'intermédiaire de la corporation des agents de change, corporation offrant un ensemble de garan-

(1) Sénat, 15 juin 1897, annexe n° 169.

(2) SCHAFFHAUSER, *op. cit.*

ties bien supérieures à celles offertes par les intermédiaires des autres marchés européens, nous avons vu qu'en fait les 6/10 des transactions leur échappaient. Or ce fait présentait de très nombreux inconvénients, ainsi exposés par MM. Trarieux et Boulanger :

« Toute opération sur valeurs figurant à la cote des agents de change, est nulle lorsqu'elle est traitée pour autrui sur le marché libre, et cette nullité sanctionnée par le refus de toute action en justice, frappe en réalité la presque totalité des affaires traitées sur ce marché.

« Ce danger est grand surtout du côté de l'étranger. Il vient journellement du dehors à la coulisse, en temps normal des ordres importants. Ces ordres qui portent de préférence sur les valeurs dites internationales, constituent la force véritable et la vitalité du marché de Paris. Il n'est pas de Bourse en Europe où les affaires soient plus régulières et plus sûrement exécutées; mais survienne un événement qui trouble la cote, les débiteurs étrangers eux aussi s'abritent contre nos nationaux, sous la nullité qui leur est également profitable. C'est en ce cas comme une sorte de protection à rebours, dirigée contre notre marché intérieur et dont on a vu de trop nombreux exemples... »

« Il faut reconnaître aussi que, en se trouvant affranchie de toute règle, la coulisse offre plus d'un danger. Soit au point de vue de son recrutement, soit à celui de son fonctionnement, elle présente des vices d'organisation auxquels il importe de remédier (1) ».

(1) TRARIEUX-BOULANGER. *Exposé des motifs du projet de loi*, op. cit. Voir aussi PAULIAT. *Rapport sommaire sur la proposition* TRARIEUX-BOULANGER. Sénat, 9 juillet 1897, annexe n° 223.

Dans les deux systèmes proposés, ces inconvénients disparaissent au moins en partie. Qu'il s'agisse d'une corporation libre, jouissant d'un monopole de fait, ou d'une corporation obligatoire, jouissant d'un monopole légal, dans les deux cas, la loi de 1885 sur les marchés à terme serait applicable à toutes les opérations, dans les deux cas, seuls des Français ayant fait leur service militaire pourraient faire partie de ces corporations, dans les deux cas, enfin, les intermédiaires de Bourse présenteraient des garanties de solvabilité, d'honorabilité et d'aptitude professionnelle bien supérieures à celles présentées par la coulisse actuelle, illégale sans doute, mais accomplissant en fait, la majorité des transactions.

II. — Nécessité d'une limitation du nombre des agents.

La réforme proposée présenterait donc un certain nombre d'avantages; mais les inconvénients qui en seraient la conséquence seraient plus nombreux que les avantages en résultant.

Ce qui fait aujourd'hui l'incomparable solidité du marché parisien, c'est la solvabilité à toute épreuve des agents de change. Sans doute, cette solvabilité n'est pas partagée par les intermédiaires du marché libre, mais l'importance de la corporation des agents de change est encore telle, qu'en temps de crise elle suffit à assurer la permanence des transactions et la stabilité du marché.

Or, à quoi tient cette solidité de la corporation des agents de change ? Elle tient, nous l'avons vu à deux causes, à la solvabilité personnelle de chaque agent, chaque charge représentant une valeur de deux millions cinq cent mille francs, et à la solidarité, grâce à laquelle chacun des clients qui s'adresse à un agent de change, a en face de lui la garantie de la compagnie tout entière. Eh bien ! cette double garantie disparaîtrait si le nombre des agents devenait illimité. M. Cochery, répondant à M. Viviani, qui, dans un contre-projet à l'amendement Fleury-Ravarin réclamait un nombre illimité d'agents de change, l'a très bien démontré :

« M. Viviani, disait en effet M. Cochery, en créant un nombre illimité d'agents, supprime la garantie qui provient de la valeur de la charge elle-même. Il est évident, en effet, que si actuellement, dans la garantie de 2.500.000 francs que présente chaque agent de change, la valeur de la charge entre pour 1.600.000 fr., c'est parce qu'il y a un nombre limité d'agents. On se trouve en face d'une valeur certaine ».

« Mais comment pourriez-vous admettre qu'une charge ait une valeur marchande, quand quiconque présentant certaines garanties de solvabilité et de capacité pourra être agent de change ? Vraiment celui qui présentant ces garanties voudra être agent de change, achètera-t-il une charge ? Il serait bien naïf, puisqu'il lui suffira de s'adresser à la chambre syndicale pour obtenir ce qu'il désire sans bourse délier, en produisant seulement les certificats nécessaires. »

La garantie provenant de la solidarité subirait évidemment le même sort.

« On s'explique très bien, dit en effet M. Cochery, que la solidarité existe entre un nombre limité de personnes, on comprend admirablement que 40, 50, 100 personnes, lorsqu'il s'agit de remplacer celles d'entre elles qui disparaissent, puissent s'entourer de tous les renseignements nécessaires pour les choix nouveaux et consentir ainsi à engager leur responsabilité solidaire.

« Mais comment pouvez-vous admettre, quand vous aurez un nombre d'agents qui sera de 200, 300, 400, et qui pourra augmenter indéfiniment, comment pouvez-vous admettre que par le seul fait qu'on se sera présenté avec des garanties de nationalité et de moralité déterminées, les agents de change ou les courtiers déjà existants puissent accepter une solidarité quelconque avec le nouvel arrivant ? Il y a là une contradiction absolue, une impossibilité matérielle (1) ».

Cette conséquence de la non limitation du nombre des agents de change est tellement évidente que MM. Trarieux et Boulanger dans leur projet de loi n'ont pas admis la solidarité entre agents pour les opérations à terme, et ne l'ont accepté que pour les marchés au comptant (2); à condition toutefois que le donneur d'ordre réclamerait à son agent les titres ou les fonds dans le délai d'un mois.

Soit, dira-t-on peut-être, le marché de Paris ne pré-

(1) *Discours* de M. COCHERY, Chambre des députés, séance du 8 mars 1898.

(2) Art. 8 du *projet de loi* TRARIEUX-BOULANGER. Pour comprendre le peu d'importance de cette solidarité, il suffit de remarquer que les opérations au comptant ne représentent pas $1/20$ des opérations totales.

sentera plus la garantie résultant de la valeur des charges limitées en nombre, et de la solidarité entre agents, mais son fonctionnement sera-t-il compromis pour cela et les Bourses de valeurs iront-elles à leur ruine si l'on accorde aux agents de change les libertés que la loi du 18 juillet 1866 a concédé aux courtiers de marchandises et aux Bourses de commerce? « L'intérêt supérieur d'une extrême facilité, d'une grande rapidité et d'une confiance entière dans la transmission des valeurs fiduciaires qui se négocient à la Bourse, répond le législateur même de 1866, le crédit de l'Etat engagé par la sincérité du cours des effets publics, l'intérêt d'un si grand nombre de personnes inexpérimentées, étrangères aux affaires, qui doivent confier leurs titres et leur argent aux agents de change : ce sont là des raisons excellentes pour que l'agent de change ait reçu et conserve la qualité d'officier public (1) ».

Ce sont précisément les mêmes raisons qui militent en faveur d'une solvabilité à toute épreuve des agents de change, et par conséquent, exige absolument la solidarité des intermédiaires du marché financier : La fonction de courtier n'affecte jamais que des intérêts privés, celle d'agent de change a une influence profonde sur le crédit du pays, et l'effondrement du marché financier pourrait porter une atteinte des plus graves, irrémédiable peut-être à la sécurité de l'Etat.

(1) *Exposé des motifs de la loi du 18 juillet 1866*. Je n'ai pas à examiner ici les conséquences de l'affranchissement des courtiers, mais beaucoup estiment qu'elles n'ont pas toutes été heureuses. V. à ce sujet Alfred PAISANT. *Les marchés à terme fictifs. Réforme sociale*, 15 avril, 1^{er} mai 1897. W. SMITH. R. d'E. Pol., 1898.

Sans doute, les marchés étrangers ne jouissent pas de ces garanties, et malgré cela, un marché comme le Stock-Exchange de Londres qui est avec la Bourse de Paris le grand marché international du monde, a pu toujours faire face à ses engagements, mais cela tient à des circonstances tout à fait spéciales : « Grâce à un concours de circonstances providentielles, dit en effet M. Boudon, la paix ininterrompue depuis trois quarts de siècle, la supériorité de son gouvernement, l'habileté et la sagesse pratique de sa politique extérieure, la richesse de son empire colonial, l'Angleterre traverse une ère de prospérité incomparable ; d'où la solidité et la sécurité présentes de son marché financier. Mais si elle avait à subir les crises qui ont bouleversé tant de fois les places continentales, si d'aventure elle avait à pâtir un moment des imprudences de certains financiers trop audacieux ou trop voraces, elle déplorerait peut-être l'absence de ces réserves : la caisse commune, les cautionnements et la valeur considérable de chaque charge, qui ont concouru si souvent au salut de la place de Paris (1) ».

Une autre conséquence de l'absence de solidarité, c'est la diversité du crédit des intermédiaires. Nous avons vu l'avantage résultant pour le parquet de Paris de l'égalité du crédit des agents et la grande infériorité de la coulisse. Le Stock-Exchange londonien est aussi à ce point de vue inférieur à notre parquet. Il n'y a point en effet à Londres de taux officiel des reports ; ce sont les banquiers qui les pra-

(1) BOUDON, *La Bourse anglaise*, p. 52.

tiquent par l'intermédiaire des brokers. Mais le taux en varie, non seulement en raison de la position de place, mais encore selon le crédit très inégal de chaque agent. Quand dans les premières maisons le report est à 6 ou 7 %, dans les autres il est à 8 ou 9 et dans les maisons de troisième ordre à 12 et même à 18 % (1), que l'on ne vienne pas dire qu'il suffit pour éviter ces inconvénients, de bien choisir sa maison de brokers, cela n'est pas possible pratiquement, car, sans cela il y a beau temps que toutes les maisons, qui ne sont pas de tout premier ordre auraient disparu.

Au grand préjudice du marché financier de Paris, la non limitation du nombre des agents de change amènerait donc la disparition de la valeur des charges, et l'impossibilité de maintenir une solidarité effective; elle aurait une autre conséquence, ce serait d'accroître dans une très grande proportion la concurrence existant entre intermédiaires.

Il faut reconnaître que la concurrence entre intermédiaires est un bien, mais à condition de n'être pas excessive; avec la limitation trop stricte du nombre des agents, la concurrence entre eux n'était pas suffisante, et nous avons vu que c'était la crainte de voir la coulisse accaparer peu à peu toutes les transactions, qui a décidé à maintes reprises la chambre syndicale des agents de change à abaisser le taux des courtages (2), à introduire dans le fonctionnement du marché

(1) Boudon, *op. cit.*, p. 138.

(2) C'est d'ailleurs le désir de supplanter les agents de change, qui avait poussé la coulisse à abaisser son courtage, et à le réduire à un taux inférieur à celui en usage sur n'importe quel marché libre européen.

certain perfectionnements ; c'est aussi l'absence de concurrence qui a poussé les agents à abandonner les moins lucratives de leurs fonctions, et à exercer avec répugnance certaines attributions légales ne leur rapportant que peu. Leurs adversaires même en ont pu prendre prétexte pour réclamer leur suppression : « L'institution des agents de change, dit M. Gide, est absolument indigne d'intérêt. Les agents sont la terreur d'une foule de gens, par exemple, quand il s'agit du remploi d'une dot, alors ils font toutes sortes de difficultés, prétextant leur responsabilité, etc. » Et M. Gide concluait en demandant l'abolition du monopole (1).

Mais il faut que cette concurrence soit renfermée dans d'assez étroites limites. Le tribun Thibault expliquant les causes de l'anarchie effroyable que la liberté du courtage maintenue par la loi de vendémiaire an IV avait engendrée à la Bourse de Paris, disait lors de la discussion au tribunal de la loi du 28 ventôse an IX sur les agents de change : « La concurrence qui, dans d'autres professions donne de bons résultats, produit l'effet contraire »,

La raison de cette apparente contradiction est facile à comprendre. Par suite de la concurrence commerciale, en effet, les consommateurs peuvent se procurer aux meilleures conditions, les produits qui leur sont nécessaires, grâce à la concurrence industrielle les moyens de production vont en se perfectionnant de

(1) *Discussion à la Société d'économie politique. Séance du 5 avril 1893.*

jour en jour, les entreprises sont de mieux en mieux étudiées, et comme conséquence le prix de revient des objets fabriqués se réduit à son tour graduellement (1).

La concurrence entre les intermédiaires de Bourse ne peut-être assimilée ni à l'une ni à l'autre de ces deux concurrences. L'agent de change ne crée pas la valeur mobilière, il met simplement en rapport le vendeur et l'acheteur, par conséquent, il ne peut faire que l'acheteur puisse se procurer les valeurs à meilleur marché sans léser les intérêts du vendeur; il ne peut pas davantage, en diminuant ses frais, en réduisant ses courtages, augmenter la consommation des valeurs mobilières, car ces prélèvements sont insignifiants par rapport au prix d'achat de l'effet mobilier, et l'augmentation de la consommation ne dépend que du développement de l'épargne nationale (2), l'agent ne peut améliorer la situation du vrai consommateur de valeurs, que dans l'assez faible mesure indiquée tout à l'heure, à la suite d'une concurrence modérée.

Si la concurrence très vive qui ne tarderait pas à s'établir entre les intermédiaires en nombre illimité de la place ne peut donner naissance à aucun des avantages produits par la concurrence industrielle ou commerciale, elle n'en produirait pas moins des effets très sensibles; et la première conséquence de cet état de choses

(1) Je n'ai pas à examiner ici comment et dans quelle mesure une concurrence effrénée peut être néfaste même en matière industrielle et commerciale.

(2) E. THÉRY. *Le mandataire de Bourse, Economiste européen*, t. I, 1898.

serait la multiplication des crises qui augmenteraient bientôt en fréquence et en gravité.

Le nombre toujours croissant des intermédiaires, les pousserait à diminuer de plus en plus le chiffre de leur courtage pour attirer à eux la clientèle la plus nombreuse, à accorder sans cesse de nouvelles facilités, à exiger des garanties, des couvertures de moins en moins fortes pour conserver leurs anciens clients et en attirer de nouveaux. La conséquence forcée serait que la clientèle excitée par l'intermédiaire en quête d'affaires, commettrait en beaucoup moins de temps que par le passé, des excès, cause déterminante des crises. Et, ces crises plus fréquentes qu'autrefois, deviendraient aussi plus redoutables sur une place, où, en face des engagements formidables d'une spéculation désordonnée, il n'y aurait pas pour servir de contre-poids la valeur toujours existante des charges, la solidarité des agents et des couvertures suffisantes déposées par les clients comme garantie de leurs engagements.

Même en dehors des crises fréquentes, cette spéculation exagérée aurait des inconvénients. Je ne veux pas nier l'importance du rôle économique de la spéculation, mais n'est-il pas évident que régnerait sur le marché au nombre illimité d'intermédiaires, une agitation des cours nuisible aux affaires. L'intermédiaire, en effet, aiguillonné par la concurrence, et désireux de multiplier les transactions afin de multiplier les occasions de prélever un courtage, exploiterait toute nouvelle, tout fait susceptibles d'influer sur le marché dans un sens ou dans un autre, au grand détriment du repos et

de la tranquillité des possesseurs de titres, et pour le plus grand désavantage du marché (1).

Si nous passons maintenant à l'examen des conditions nécessaires à l'établissement d'une cote authentique, nous verrons que là encore, la non-limitation du nombre des agents entraîne de graves inconvénients. Rien de plus nécessaire dans tous les pays qu'une cote authentique des cours journallement pratiqués; le crédit de l'État, la possibilité pour les particuliers de gérer leur fortune en toute sécurité, y sont l'un et l'autre intéressés; mais nulle part, le besoin de cette cote officielle ne se fait sentir aussi impérieusement qu'en France, car nulle part on ne rencontre une telle masse de personnes illetrées possédant des valeurs de Bourse, et ayant par conséquent à des moments plus ou moins éloignés, tantôt à opérer des achats, tantôt à réaliser des ventes. Qu'arriverait-il du jour où tous ces capitalistes se trouveraient en présence de diverses cotes incohérentes entre elles, arbitraires et également dépourvues d'une réelle autorité (2).

Quelles sont les précautions prises par le législateur pour que la cote officielle, unique, soit le reflet exact de la situation, de la mise en rapport des offres et des

(1) MANCHEZ, *op. cit.*, p. 45 et suiv. Cet auteur fait en outre remarquer, que depuis que l'Italien et le Russe, à la suite du *modus vivendi* de 1892, sont négociés au parquet, il se fait sur ces fonds d'État moins d'opérations à terme que par le passé; mais aussi les cours du parquet sont moins agités par la fausse nouvelle que ceux du Turc et de l'Espagnol négociés en coulisse. Le jeu effréné dont les fonds égyptiens ont été l'objet autrefois, a été pendant longtemps un obstacle au classement de ces titres.

(2) LACOMBE. *Réforme du marché financier, Revue politique et parlementaire*, 1897, t. I^{er}.

demandes ? Il ne suffit pas à un agent de change d'indiquer qu'il est acheteur ou vendeur de telle valeur à tel prix pour que ce prix soit coté. Un cours ne peut être inscrit qu'autant que deux agents de change au moins ont fait une opération au cours indiqué. Supposez que par suite d'une entente entre deux agents, ce cours soit inexact, fictif, au-dessus ou au-dessous de celui qui aurait été coté si la libre concurrence avait pu s'exercer sur le marché ; les autres agents de change, les porteurs de titres, les capitalistes, ont un moyen bien simple d'empêcher ces cours fictifs, c'est de faire « opposition à la cote ». Immédiatement, l'agent de change ne pourra faire coter les prix qu'il désire qu'autant qu'il aura acheté, sur le marché, tous les autres titres qui sont offerts à des prix inférieurs, ou bien tout autant qu'il aura vendu, s'il veut faire coter des prix en baisse, la quantité de titres qui lui aura été demandée à des prix supérieurs (1). Or, comment ce contrôle permanent serait-il possible, comment les offres et les demandes se joindraient-elles avec la sûreté indispensable, si les agents de change étaient en nombre tel qu'ils ne puissent pas facilement se voir, se surveiller en quelque sorte et s'entendre ? La cote devant être la résultante constante de toutes les offres et de toutes les demandes, il faut que les unes et les autres soient en contact direct, ce qui suppose un nombre très restreint d'agents de change (2). La création du parquet n'a pas eu d'autre

(1) NEYMARCK. *La Cote officielle de la Bourse et la cote en banque. Revue des Sociétés*, année 1890.

(2) *Le privilège des agents de change et l'organisation du marché financier français*, p. 25 et 26.

cause que cette nécessité matérielle de faire entendre à la fois de tous les agents de change, les demandes, les offres et les cours, afin d'arriver à une cote aussi exacte que possible (1).

Que le nombre des intermédiaires devienne illimité et aussitôt toutes ces garanties disparaissent. Plus de cours annoncés à haute voix (2), plus de possibilité quand un cours a été coté, de demander par qui, et avec qui, il a été fait ; plus de pouvoir pour tout agent de faire opposition à la cote. Toutes ces garanties sérieuses de l'authenticité des cours, de leur véracité, tout cela disparaîtrait inévitablement : « Comment, disait M. Cochery à la Chambre, comment se feront les cotations si vous établissez un nombre indéterminé de courtiers ? Sera-t-il possible d'avoir des cours sincères, exacts et précis ? Quand vous aurez plusieurs centaines

(1) *Arrêt du Conseil*, 30 mars 1774.

(2) M. CLÉMENT JUGLAR à la séance de la Société d'économie politique du 6 juin 1898, blâme le système employé à la corbeille de Paris : « Ces offres et ces demandes faites à grands cris dans le vide pour provoquer une contre-partie ; on démasque ainsi son opération à moins d'offrir brusquement à haute voix pour acheter en sous-main. » Je ne crois pas cette critique fondée. En effet, si un vendeur faisait une offre, et qu'un acheteur profitant de cette connaissance de l'intention de la personne avec laquelle il va traiter ne demandait qu'un prix inférieur à la véritable valeur au moment de la transaction, une autre demande plus favorable ne manquerait pas de se produire. La seule différence avec le système anglais, c'est que dans ce dernier système, le cours est la résultante de la situation du marché non compris la transaction en cours, dans le système français, cette transaction exerce aussi son influence ; en effet les collègues de l'agent savent dans quelle sens il opère, s'il est vendeur ou s'il est acheteur, ce que ne sait pas le jobber anglais,

de personnes, opérant à la même heure, à la même minute, loin les unes des autres, comment pourrez-vous de ces multiples opérations dégager un cours unique ? (1). »

Cela est si vrai, que non seulement il serait impossible sur un marché libre d'indiquer, à un moment quelconque de la Bourse, le véritable cours d'une valeur, mais encore, il est souvent impossible de fixer un premier cours non sujet à contestation : « Depuis longtemps, dit un journal financier, le marché libre de Paris avait pris l'habitude, à l'imitation du parquet, d'exécuter des ordres au premier cours. Vers midi cinq les transactions étaient interrompues et un silence relatif s'établissait, qui permettait à un coulissier d'appeler les premiers cours. Mais depuis l'introduction des mines d'or sur le marché, le groupe du péristyle est devenu si tumultueux qu'il arrive très souvent qu'on cote deux cours sur la même valeur. Des contestations se sont élevées entre coulissiers au sujet de l'inscription des premiers cours qui suspendaient toutes les transactions. D'autres contestations se sont élevées entre les coulissiers et leurs clients. Aussi les coulissiers ont-ils décidé de ne plus proclamer les premiers cours, ce qui équivaut à la suppression des ordres donnés aux premiers cours ; et le journal concluait : « C'est une mesure regrettable, car le premier cours donnait une garantie au client, quelque légère qu'elle fût (2). » Si cinq minutes après l'ouverture de la Bourse il est impos-

(1) COCHERY, *loc. cit.*

(2) *Le Pour et le Contre. Suppression du premier cours en coulisse*, année 1895, —

sible d'établir un cours unique, que sera-ce après une heure, deux heures de négociations.

D'ailleurs la constatation du véritable cours est complètement indépendante de la confection matérielle de la cote. M. Boudon, partisan de la non limitation des agents, et combattant l'opinion d'après laquelle le monopole aurait sa raison d'être, dans la mission de constater le cours des valeurs mobilières, dit : « Pénétrez à la Bourse entre midi et trois heures, demandez au premier venu le cours actuel de la rente, de l'Extérieure, de l'Italien, de tout autre titre ; il vous renseignera sur-le-champ, et vous donnera le taux précis de la négociation conclue à l'instant même. Comment après cela, livrer à ces gens des cotes falsifiées ? » C'est là déplacer la question, ce n'est pas parce que les agents de change rédigent la cote officielle, que la restriction de leur nombre s'impose, mais parce qu'ils constatent les cours en Bourse avec toutes les garanties indiquées plus haut, garanties ne pouvant exister en grande partie qu'à cause de la limitation du nombre des intermédiaires, après cela, la confection de la cote n'est plus qu'une besogne matérielle dont un commis peut s'acquitter aussi bien qu'un officier ministériel.

Reste l'argument tiré, de ce qu'à l'étranger, on peut constater les cours sans s'entourer des précautions et des garanties exigées par la loi française. Cet argument ne prouve rien que l'incontestable supériorité du système français. Toujours en Angleterre et aux Etats-Unis, assez souvent en Allemagne, le prix de vente est

(1) BOUDON. *La Bourse et ses hôtes*, p. 332.

inférieur à celui qui est indiqué à la cote, et le prix d'achat supérieur (1) : « Il m'est arrivé, dit un spéculateur anglais, de spéculer sur une centaine de titres, par l'intermédiaire d'une des plus anciennes et des plus considérées parmi les maisons de brokers : Mes bordereaux ne concordent presque jamais avec les cours publiés par les journaux.... La semaine passée, j'ai vendu des actions qui étaient cotées entre, livre 0.14.0 et livre 0.15.0. Mon broker me notifia la vente au cours de livre 0.13.3. Or, le hasard m'a mis sous les yeux, le bulletin du jobber relatif à mon marché. Il accusait, livre 0.15.0, soit une différence de 1 shilling et 9 pences par titre (2) ». Le renouvellement constant des plaintes au sujet de l'incertitude des cours de Londres, témoigne suffisamment du mécontentement des possesseurs de titres (3).

Que l'on compare, en effet, la constatation des cours en France et en Angleterre : Lorsque sur le marché de ce dernier pays, les parties désirent faire figurer une transaction sur la cote officielle, elles l'inscrivent chacune sur une fiche spéciale, qu'elles déposent dans une boîte à cet effet. Un clerk de la Bourse recueille tour à tour ces fiches et les transcrit sur le tableau. Une fois inscrit, un cours ne peut plus être effacé de la cote

(1) LEROY-BEAULIEU. *Economiste Français*, 23 et 30 janvier 1897.

(2) *Financial News*, juin 1896, cité par BOUDON. *Bourse anglaise*, p. 80.

(3) Les spéculateurs et les professionnels trouvent évidemment moyen d'échapper à ces inconvénients ; mais les capitalistes sérieux, les petits rentiers sont tenus de passer sous les fourches caudines, aussi les inconvénients du système seraient-ils encore bien plus grands en France qu'en Angleterre.

qu'avec l'autorisation du président, du vice-président ou de deux membres du comité. Mais la direction peut exiger de tout agent notifiant un marché pour être coté la désignation de son contractant et sur son refus d'accéder à cette demande, interdire l'enregistrement de sa transaction (1). Ainsi donc, un cours ne peut être inscrit à Londres que si les parties le désirent, et la seule garantie qu'offre un des 2.500 brokers pouvant notifier un marché destiné à figurer à la cote, c'est la possibilité pour la direction d'exiger la désignation de son co-contractant.

III. — Nécessité de l'interdiction de toute opération personnelle.

Le seul fait de la suppression de la restriction apportée par la loi à l'augmentation indéfinie du nombre des agents, ne tarderait donc pas à amener aussi la disparition de la plupart des garanties actuelles. Que sera-ce lorsque sur ce marché livré à la spéculation, les intermédiaires pourront faire des opérations pour leur propre compte. C'est, en effet ce qu'admettent la plupart des réformateurs. Et alors, nous avons l'intermédiaire, faisant la contre-partie de son client, ayant un intérêt opposé à celui de ce dernier, n'étant plus neutre dans la fixation des cours.

D'autres, au contraire, ne veulent pas accorder aux agents cette faculté de s'intéresser aux affaires traitées

(1) BOUCON. *Bourse anglaise*, p. 141.

par leurs soins, sans y mettre aucune restriction. Ils constatent l'obligation dans laquelle sont parfois les intermédiaires de faire des opérations pour leur compte, ils voient aussi le danger que ce genre d'opérations présente pour le public, et ils essayent de concilier les nécessités de la spéculation, et les intérêts des possesseurs de titres. Deux solutions à leur avis peuvent se concevoir : Ou bien l'agent de change ne pourrait prendre une opération pour son compte, ou s'intéresser dans une affaire traitée par ses soins qu'en prévenant son donneur d'ordre. Ou bien il ne pourrait, en aucun cas, s'intéresser dans une affaire traitée par ses soins à titre de mandataire.

La première de ces deux solutions, acceptée par M. Emmanuel Vidal (1), est celle qui a été admise par la loi du 18 juillet 1866 sur les courtiers de marchandises (2). La seconde a été préconisée par MM. Trarieux et Boulanger dans leur projet de loi ; après avoir dit dans l'exposé des motifs que l'article 5 du projet, interdit aux agents de s'intéresser dans une affaire pour laquelle ils auraient reçu un ordre destiné à s'exécuter au titre de mandataire, ils ajoutent : « Mais rien n'empêcherait l'agent de traiter directement avec une personne et de lui acheter ou vendre des valeurs. En ce cas, il n'agit plus comme intermédiaire. Le but de la proposition est d'éviter les opérations frauduleuses, dans lesquelles

(1) Emmanuel VIDAL. *Société d'économie politique*, juin 1898.

(2) Art. 7, loi 18 juillet 1866 : « Tout courtier qui sera chargé d'une opération de courtage, pour une affaire où il avait un intérêt personnel, sans en prévenir les parties auxquelles il aura servi d'intermédiaire, sera poursuivi, etc. »

l'agent se présenterait comme le simple courtier d'une opération, pour laquelle il aurait à chercher une contrepartie, alors qu'en réalité il se constituerait la contrepartie elle-même de son donneur d'ordre (1) ».

Voici comment les partisans du projet Trarieux et Boulanger défendent cette proposition. Toutes les fois que l'agent recevra un ordre ainsi conçu : « Achetez, vendez, il sera constitué mandataire et ne pourra s'intéresser dans la négociation. C'est seulement quand on lui prendra ou donnera directement, qu'il pourra opérer pour son compte. Qu'on ne vienne pas prétendre qu'avec un pareil système le public, aurait ses intérêts compromis. Les ordres, la plupart du temps, en effet, sont donnés à un cours déterminé par le donneur d'ordre, et l'on voit difficilement de quelle façon les intérêts du public pourraient être lésés. Dans la pratique, d'ailleurs, les choses se passent ainsi, et malgré les prohibitions de la loi, agents de change et coulissiers font un grand nombre d'opérations personnelles. N'est-il pas préférable que le marché soit plus sincère et que d'inutiles prohibitions ne viennent apporter des entraves à son développement (2).

Supposons d'abord que la restriction apportée par MM. Trarieux et Boulanger soit observée, qu'en résultera-t-il ? Une partie des inconvénients qu'entraîne la faculté pour l'intermédiaire de servir de contrepartie à son client disparaît : Ainsi plus de coupe dans les

(1) *Exposé des motifs du projet de loi TRARIEUX et BOULANGER*, loc. cit.

(2) SCHAFFHAUSER, *op. cit.*, p. 467 et 468.

cours, plus de possibilité de jouer sur le dos de son client. Mais nombreux sont les inconvénients qui n'en persisteraient pas moins.

Les courtiers pourraient encore faire des émissions sur le marché lui-même, pousser fictivement les cours, pour cesser de les soutenir du jour où ils auraient écoulé les titres dans le public. Leur intérêt pourrait être encore en contradiction avec leur devoir. Qu'on apporte, en effet, à un agent d'exécution, un ordre de vente, par exemple, alors que sur la même valeur il se trouve engagé à la hausse, comment l'ordre sera-t-il exécuté au mieux ou au pis ? Qu'un agent soit fortement engagé sur une position, pourra-t-il concourir avec impartialité à la cotation des cours ? En dehors même de ces cas, il est aisé de comprendre qu'à la première alerte, au premier symptôme de crise, les intermédiaires devenus spéculateurs pour leur compte, compromettraient eux-mêmes la solidité du marché en cherchant tout d'abord à dégager leurs positions personnelles (1). Quelle serait enfin la sécurité d'un marché où les agents seraient spéculateurs, et où un mouvement inattendu de hausse ou de baisse pourrait entraîner la faillite de tous les intermédiaires. Ceux même qui se seraient cantonnés dans leurs véritables attributions de courtiers, seraient entraînés dans la déconfiture des autres ; et que dire de cette seule solidarité qui persisterait sur un marché ainsi organisé (2) ?

Et puis les restrictions apportées par le projet seraient

(1) *Revue économique et financière*, 20 novembre 1897.

(2) THÉRY. *Le Mandataire de Bourse*, loc. cit.

elles observées ? Evidemment non. Pourquoi la défense faite aux agents de change de spéculer pour leur propre compte ne reste-t-elle pas lettre morte ? A cause de la discipline très étroite de la compagnie actuelle, à cause du contrôle de la chambre syndicale et de la surveillance que les agents exercent les uns sur les autres, contrôle et surveillance qui ne sont possibles que parce que les agents sont en nombre restreint, qui ne sont effectifs que parce que chambre syndicale et confrères y sont intéressés à cause de leur solidarité. Toutes ces garanties disparaissent évidemment sur un marché où les agents sont en nombre illimité et où n'existe entre eux aucune solidarité (1).

Les mêmes observations s'appliquent presque avec la même force au système de ceux qui, comme MM. Viviani (2) et Boudon (3), demandent le maintien des garanties actuelles avec la non limitation du nombre des agents. Nous avons vu déjà, qu'avec un nombre illimité d'agents il serait impossible de maintenir la solidarité, les garanties actuelles de la cotation des cours, l'égalité de crédit, et que les entraînements d'une spéculation excessive augmenteraient le nombre des crises, et pourraient même compromettre la sécurité du marché. L'interdiction des opérations de contre-partie ne

(1) V. LEROY-BEAULIEU. *Economiste français*, janvier 1897. Pour se rendre compte de la façon dont serait observée cette prescription de la loi, on n'a qu'à examiner la façon dont elle est observée par les courtiers de commerce. V. PAISANT, *op. cit.*

(2) *Contre-projet* de M. VIVIANI à l'amendement de M. FLEURY-RAVARIN, développé à la séance de la Chambre du 8 mars 1898.

(3) BOUDON. *La Bourse et ses hôtes*, p. 371 et suiv.

pourrait davantage être imposée, et cela pourquoi ? « Parce que le contrôle possible avec 50, 60 ou 80 agents deviendrait impraticable avec plusieurs centaines d'intermédiaires », a répondu très justement M. Cochery à M. Viviani (1).

Il faut donc en conclure que le marché ne pourra être réorganisé qu'avec ces deux principes comme base. Restriction à l'accroissement indéfini du nombre des agents, et interdiction aux intermédiaires brokers, des opérations de contre-partie. Ce double principe puise sa force, non seulement, dans les très nombreuses et très graves raisons qui viennent d'être exposées, mais encore dans la tradition française et dans les nécessités imposées par la division extrême de la propriété mobilière en France. Depuis l'institution des courtiers, nous avons vu en effet, que le nombre en avait toujours été limité, et que les ordonnances le faisaient varier suivant les exigences du commerce (2). De plus, il y a en France aujourd'hui, plus de cinq millions de porteurs de titres ; il est donc nécessaire d'exiger en faveur de ces porteurs, des garanties d'autant plus grandes, que la plupart d'entre eux sont hors d'état de se rendre compte par eux-mêmes du degré de confiance, que mérite tel ou tel intermédiaire.

(1) *Discours* de M. COCHERY à la Chambre, séance du 8 mars 1898.

(2) V. plus haut, *Exposé historique*.

CHAPITRE IV

DE LA NATURE DE LA COTE

A côté de l'intermédiaire, et jouant un rôle dont l'importance fondamentale n'a pas toujours été suffisamment mise en relief, il y a la cote.

« Entre l'État, le banquier ou le fondateur de société, qui ont des titres à placer, dit M. Georges de Laveleye, et le public qui doit les absorber, il y a bien l'agent de change, le coulissier par l'intermédiaire duquel le titre passe, mais il y a aussi la cote du titre recueillie journallement dans des publications officielles, officieuses ou libres. C'est par la cote vue bien plus que par la parole des intermédiaires que le public apprend le nom des titres existant sur le marché et celui des valeurs nouvelles qu'on y introduit.

..... Nous ne pensons pas qu'on puisse nier des choses aussi simples, à savoir que la connaissance du nom et du prix d'un titre, portée au public grâce à l'insertion dans une cote quotidienne, est le premier

excitant, le stimulant indispensable sans lequel toute Bourse de commerce resterait oisive, morte (1) ».

Le rôle considérable de la cote étant ainsi caractérisé, voyons quel est à ce point de vue la situation antérieure à l'amendement Fleury-Ravarin, et quelle influence le vote de cet amendement a eu sur cette situation.

En 1807, lors de la promulgation du Code de commerce, toutes les valeurs, à la seule condition qu'elles fussent négociables, c'est-à-dire que le titre eut toutes les conditions apparentes de régularité, étaient susceptibles d'être cotées, sauf les valeurs étrangères (2). Lorsqu'en 1823, on donne aux agents de change le droit de coter les titres d'emprunts étrangers, on ne concède en aucune façon à la chambre syndicale le droit de faire choix parmi eux : « A l'avenir, les effets publics des emprunts de gouvernements étrangers, seront cotés sur le cours authentique de la Bourse de Paris (3) ». Donc, à ce moment, situation très nette : tous les titres négociables sur lesquels une transaction a été opérée sont portés sur la cote avec le cours auquel la négociation a eu lieu. Plusieurs circonstances sont plus tard venu fausser la cote. La chambre syndicale, vers 1850, s'arroge le droit de faire un choix dans les valeurs et de n'admettre à la cote que celles qui présentent des garanties et donnent lieu à un nombre suffisant de négociation. Les décrets des 22 mai 1858 d'abord,

(1) Georges DE LAVELEYE. *Journal des Intérêts matériels*, 1897, t. II, p. 3001 et suivantes.

(2) *Arrêt du Conseil*, 7 août 1785, art. 4.

(3) *Ordonnance*, 12 novembre 1823, art. 1^{er}.

du 6 février 1880 ensuite, ne permettent aux agents de change de coter les valeurs étrangères; que sous de nombreuses conditions. Tous ces titres que le parquet ne pouvait ou ne voulait coter, furent négociés et cotés en coulisse, et constituèrent la cote en banque. De plus, comme les coulissiers négociaient et cotaient aussi les valeurs admises au parquet, le marché de Paris se trouvait à la tête de trois cotes. Cet état de choses présentait de nombreux inconvénients.

Comment comprendre d'abord la coexistence de deux marchés, fonctionnant à la même heure; sur la même place financière, et donnant deux cours différents pour un fond d'Etat ou une action de société? Les ordres de ventes et d'achats inégalement répartis sur les deux marchés, provoquent fatalement des divergences de cours pour des valeurs semblables, et nuisent à la sincérité des cours. De plus les fluctuations des cours sur le marché officiel avaient comme contrepoids les opérations du comptant, tandis que le marché libre affranchi de toute tutelle, variait suivant les tendances de la seule spéculation, ce qui augmentait encore la différence entre les cours pratiques sur les deux marchés. Dans la pratique et en temps de calme, les divergences entre les cours des deux cotes sont atténuées par l'arbitrage. Des spécialistes jouant l'écart, maintiennent un équilibre factice entre les deux marchés; mais cet équilibre n'est que factice parce que le public n'y coopère pas, et qu'au premier symptôme de crise, les deux marchés généralement engagés dans un sens opposé (1), se refu-

(1) Le parquet est ordinairement engagé à la hausse et la coulisse à la baisse. Une des principales causes de cette divergence est

sent tout concours au grand détriment de la force de résistance de la place. Tels étaient les inconvénients de cette double cote sur les mêmes valeurs ; les deux cours étaient faussés, ils étaient très souvent divergents et en cas de crise constituaient une grande faiblesse pour la place (1).

Cette situation a cessé depuis le vote de l'amendement Fleury-Ravarin. Grâce, en effet, à ce vote, le fisc a été constitué gardien du privilège de l'agent de change, et nul mieux que le receveur d'enregistrement ne saura interdire aux coulissiers, la négociation et la cote des valeurs admises à la cote officielle. Cependant une situation privilégiée a été faite à la coulisse des rentes. Cette dernière continuera, comme par le passé, à faire ses négociations ; les transactions qui passeront par son intermédiaire, seront bien constatées par un bordereau, mais ce bordereau sera délivré gratuitement par l'agent de change (2). Nous avons vu pourquoi cette faveur offrait un moindre danger et pourquoi aussi elle avait été accordée, une double remarque n'en demeure pas moins vraie ; d'abord on introduit ainsi dans le marché financier, un organe « de pure tolérance, sans existence

l'existence de l'escompte sur le marché officiel tandis que la coulisse a toujours refusé de l'admettre. Aussi les spéculateurs non munis de titres s'adressent de préférence au marché libre pour faire des ventes à découvert, même si les cours sont de quelques centimes inférieurs à ceux du parquet.

(1) THÉRY. *Le Mandataire de la Bourse : Economiste Européen* 1898, t. I. MANCHEZ, *op. cit.*, p. 35 et suivantes.

(2) V. à ce sujet, JOBET, *Les Valeurs étrangères et les lois d'impôt*, n° 193.

légale (1) », ensuite cet organe qui a une importance considérable, puisque l'on estime à 40 milliards, le chiffre de ses opérations, ne pourra pas être surveillé avec une attention suffisante. Ce défaut de surveillance est d'autant plus regrettable que l'on n'a conservé à cette coulisse la possibilité de jouer le rôle d'intermédiaire, de broker qu'à cause des facilités qu'en sa qualité de jobber elle procure aux agents de change, et qu'ainsi elle va quasi-légalement jouer deux rôles absolument inconciliables.

Mais il est une cote qui va persister à côté ou plutôt en face de la cote officielle, c'est la cote des valeurs en banque. D'une part, pour une catégorie de valeurs, tout sera officiel et entouré des garanties que peut donner une réglementation gouvernementale. D'autre part, tout sera libre, sans réglementation ni garanties, autres que celles qui naîtront en quelque sorte spontanément et de par la seule volonté de ceux qui trafiquent librement. D'un côté, une corporation d'intermédiaires désintéressés enregistrant comme des témoins assermentés les cours à inscrire à la cote officielle, cote à laquelle nul titre ne peut parvenir sans enquête préalable. De l'autre, des intermédiaires affranchis de toute obligation professionnelle et une cote sur laquelle toute valeur pourra être inscrite (2).

Et pourquoi cette différence de régime et de traitement entre ces deux catégories de valeurs ? Serait-ce peut-être

(1) *Réponse* de M. COCHERY à M. DE PONTBRIANT, Chambre des députés, séance du 9 mars 1898.

(2) Georges DE LAVELEYE, *loc. cit.*, p. 2933.

parce que les valeurs cotées en banque ont un marché étroit. Cela est vrai pour un assez grand nombre d'entre elles, mais c'est précisément une raison pour que leur négociation soit entourée de toutes les garanties légales, car le cours d'une valeur peut être d'autant plus facilement faussé que le marché en est moins étendu (1).

« On peut constater la plupart du temps, dit M. Neymarck, des différences considérables entre le cours coté sur tel ou tel journal ou sur telle cote en banque, et celui auquel la négociation pourrait être réellement faite. Vous lisez dans la cote de la maison de banque qui a émis la valeur, qu'elle est demandée ou bien qu'elle est cotée en banque à 300 francs par exemple, quand vous voulez réaliser, vous ne trouverez pas preneur à 250 francs, à 200 francs par exemple (2). »

Serait ce peut-être, parce que des valeurs à marché étroit ne peuvent donner lieu à aucun vaste mouvement de spéculation susceptible de devenir pour la place une menace et un danger ? Mauvaise excuse en admettant qu'elle soit fondée, mais en réalité elle ne l'est pas. Il suffit de se souvenir de la crise de 1895 causée par les excès de spéculation sur les Mines d'or, valeurs qui ne pouvaient être négociées qu'en banque, pour se rendre compte que ce mauvais argument n'a même aucune valeur.

Il est pourtant une raison sérieuse que l'on pourrait alléguer en faveur du maintien de la coulisse pour la négociation des valeurs en banque. Cette raison, qui n'a

(1) V. CAMILLE, LYON et Georges TEISSIER, *op. cit.*

(2) NEYMARCK. *Revue des sociétés*, 1890, *op. cit.*

pas été apportée à la tribune du Parlement, mais a pu entraîner la détermination d'un certain nombre de députés, a été ainsi exprimée par M. Leroy-Beaulieu : « Chaque grande puissance cherche à prendre part à l'exploitation du globe. Pour qu'elle puisse y prendre une part active, il faut un marché financier qui soit souple, facilement abordable, qui n'attende pas les valeurs, mais les cherche, qui augmente sans cesse le nombre et la nature même des titres offerts au public, et objets de négociation... La participation de la France à l'exploitation du monde doit se traduire par un marché financier très animé, très agile. C'est, en général, la coulisse qui s'en charge. Les valeurs nouvelles, à moins qu'il ne s'agisse de fonds d'État et de grandes entreprises connues, n'arrivent au parquet en général, qu'après avoir fait un stage à la cote de banque..... La nécessité de deux marchés divers, l'un offrant plus de garanties de solidité, l'autre plus de conditions d'agilité n'est méconnue par personne ou presque personne » (1).

Avant d'examiner cette opinion de M. Leroy-Beaulieu, il est une question qu'il faut résoudre : C'est celle de savoir ce que doit être la cote : Une certification de la sécurité du titre coté, ou bien la simple constatation, d'un cours, d'un prix fait ?

Nous avons vu que si l'on examine la question au point de vue purement historique, la cote jusqu'au vote de l'amendement Fleury-Ravarin, n'était légalement que la constatation d'une négociation faite par l'en-

(1) LEROY-BEAULIEU. *Le Marché financier de Paris*, *Economiste Français*, 12 mars 1898.

tremise d'un agent de change (1). Une lettre de M. de

(1) Dans l'esprit des membres des deux Chambres qui ont voté l'amendement, la coulisse a évidemment le droit de négocier les valeurs non admises à la cote officielle, en est-il ainsi légalement ? Que dit en somme l'amendement ? Uniquement ceci : « Que l'impôt sur les opérations de Bourse, sera acquitté personnellement, par celui qui fait commerce de recueillir des offres et des demandes de valeurs de Bourse, lorsqu'il s'agira de valeurs non inscrites à la cote officielle. » Pour le surplus, cela a été déclaré maintes fois par MM. GUÉRIN et COCHERY, rien n'est innové au Code de commerce ou à la législation antérieure. Or, que dit cette législation ? Elle dit que l'agent de change a le monopole de la négociation de toutes les valeurs susceptibles d'être cotées, c'est-à-dire dont la négociation n'est pas interdite par une loi. Donc ce monopole existe toujours, et les coulissiers devraient pouvoir toujours être poursuivis en vertu de l'art. 76, lorsqu'ils ont négocié des valeurs non cotées, du moins lorsqu'il s'agit de valeurs dont un texte précis, comme celui du *décret* de 1880, n'interdit pas la négociation officielle à l'agent de change. Il est évident que, trompé par l'*arrêt* de 1885 de la Cour de cassation, le Parlement a cru que le monopole de l'agent de change ne s'étendait qu'aux valeurs cotées. Le conseil d'Etat lorsqu'il avait, en 1890, été chargé de rédiger le règlement d'administration publique, avait rejeté la théorie de la Cour de cassation. Pour s'en convaincre, il suffit de comparer le texte proposé par la Commission et rejeté par le Conseil avec celui qui a été définitivement accepté.

TEXTE REJETÉ

Art. 87 du projet de la Commission. Les fonds d'Etat français sont portés de droit à la cote du comptant et à terme. Les autres effets publics français sont également cotés de droit à la cote au comptant. La Chambre syndicale décide s'ils seront cotés à terme. Elle a tout pouvoir sous l'autorité du ministre des finances pour *admettre, refuser, suspendre et interdire* la négociation des autres valeurs.

TEXTE ADOPTÉ

Art. 80 du décret de 1890. Dans les Bourses pourvues d'un parquet, le bulletin de la cote comporte une partie permanente dite officielle, comprenant les valeurs qui ont été préalablement reconnues par la chambre syndicale, donner lieu ou pouvoir donner lieu sur la place à un nombre suffisant de transactions. Les fonds d'Etat français y sont portés de droit. Les valeurs non comprises dans cette partie officielle figurent à la seconde partie du bulletin de la cote.

Villèle alors ministre des finances au syndic des agents de change de Paris, lettre datée du 12 novembre 1825 indique très exactement ce que l'on doit entendre légalement par cote. Après avoir rappelé l'ordonnance du 15 novembre 1823, qui décide que les fonds d'Etats étrangers seront cotés sur le cours authentique de la Bourse de Paris, le ministre ajoute en parlant des Consolidés espagnols : « Je vous autorise à coter ces effets dans le *Bulletin officiel de la Bourse de Paris* « toutes les fois », qu'ils donneront lieu à des opérations faites, avec concurrence et publicité, en assez grand nombre pour produire un cours véritable, et tel que le public ne puisse être induit en erreur sur leur valeur réelle, précaution que vous devez également prendre pour tous les autres effets, avant *de les coter officiellement* (1) ». Le ministre s'exprime suivant cette idée, qui était aussi celle des rédacteurs du Code, que toute valeur est susceptible d'être cotée, à moins d'une interdiction spéciale, et en faisant remarquer que cette interdiction n'existe plus depuis l'ordonnance de 1823 pour les fonds d'Etats étrangers (2). La cote, pour le ministre, n'est que la constatation du cours auquel la négociation a eu lieu, mais il recommande de veiller avec le plus grand soin à la sincérité de la cote (3).

(1) Cité par WALDMANN, dans *La Profession d'agent de change*, n° 93.

(2) L'interdiction existait toujours pour les valeurs étrangères, autres que les fonds d'Etat.

(3) WALDMANN. *La Profession d'agent de change*, n° 281 et suiv., voir aussi du même auteur : *Le Marché de la Bourse*, *Messenger de Paris*, 17 février 1893, note. *Rapport* de M. le conseiller BALLOT-BEAUPRÉ, cité par CRÉPON, *op. cit.*

Et maintenant, nous plaçant à un point de vue purement théorique, que doit être la cote ? Le législateur de 1807, suivant d'ailleurs en cela la législation en vigueur sous l'ancien régime, a-t-il eu raison de concevoir la cote comme une simple inscription à réclamer par les agents qui ont négocié une valeur à un cours donné ? Oui, sans doute, et lorsque le code décide que ce sont les négociations qui déterminent la cote (1), il est en parfait accord avec la raison. Au contraire lorsque la chambre syndicale de Paris a voulu que l'admission à la cote déterminât les négociations, elle a renversé l'ordre naturel des choses, elle a ôté à la cote son caractère véritable qui n'est nullement d'être une garantie du titre coté, mais simplement une constatation authentique du prix auquel il a été négocié. Illogique, cet examen de la valeur par la chambre syndicale est aussi dangereux. Le public, en effet, s'imagine que l'admission d'une valeur à la cote a un caractère de garantie, précisément parce que l'enquête à laquelle s'est livrée la chambre syndicale pouvait amener une solution contraire ; or, voici la remarque que fait à ce sujet M. Georges de Laveleye : « Nous avons fait une curieuse expérience pour savoir ce que vaut le choix de la chambre syndicale. Nous avons pris les deux premières pages de la cote officielle d'il y a quinze ans, janvier 1883. Y figuraient cinquante valeurs hors de cause, fonds d'Etat français, Bons du trésor, actions de la Banque de France, Crédit Foncier, toutes valeurs qui, ou bien échappent à l'en-

(1) Art. 72 du Code de com. *Le résultat des négociations et transactions qui s'opèrent à la Bourse déterminent le cours...*

quête, ou bien sont manifestement au-dessus d'une étude préliminaire. Viennent ensuite parmi les valeurs françaises, qui occupent ces deux premières pages, 14 actions de banque dont la vie a été régulière. Enfin le nécrologe compte 26 intitulés d'actions, qui ont disparu d'une façon plus ou moins lamentable, faillite, liquidation. Sur 90 valeurs inscrites, il y en a donc 50 hors de cause et sur les 40 restantes 65 pour cent ont disparu (1) », « Quel aspect de nécropole prend la cote officielle, dit avec raison M. Waldmann, lorsqu'on arrête son attention sur la quantité de valeurs qui ont mérité le *dignus intrare* de la chambre syndicale, et qui sont aujourd'hui en faillite ou en déconfiture (2). »

La conclusion à laquelle nous aboutissons est la suivante : La cote doit être non une certification de la sécurité du titre coté, mais bien la simple constatation écrite d'un cours, comme le cri en est la constatation orale (3). Si l'on accepte cette définition il est impossible

(1) Georges DE LAVELEYE. *Journal des Intérêts matériels*, 1897, 2, p. 2193.

(2) WALDMANN. *Le Marché de la Bourse*, p. 25. La procédure d'admission à la cote, a été l'objet de nombreuses critiques. NEYMARCK. *Recue des sociétés*, 1890, *op. cit.* SCHERER. *Bourse de Paris*, p. 45 et suiv.

(3) Pour revenir aujourd'hui à la situation existante à l'époque du Code de commerce, il faudrait supprimer le *décret* de 1880 et admettre les valeurs étrangères à la cote, comme on y admet, les fonds d'Etat étrangers en vertu de l'*ordonnance* de 1823, ne pas fixer de minimum à la valeur nominale d'un titre, et au point de vue fiscal soumettre toutes les valeurs étrangères au même régime. Pourtant, pour que la cote ne fût pas le receptacle de titres émis par des escrocs, il serait indispensable d'exiger que toute omission ou introduction fut accompagnée d'un prospectus.

d'admettre, avec M. Leroy-Beaulieu, deux cotes, l'une comprenant les valeurs offrant des garanties de solidité, et l'autre les valeurs nouvelles et aléatoires. Toute valeur régulièrement émise et ayant donné lieu à une transaction, doit légalement figurer à la cote officielle.

Sans doute, M. Leroy-Beaulieu a raison de demander « un marché financier qui soit souple, facilement abordable, qui n'attende pas les valeurs mais les cherche, qui augmente sans cesse le nombre et la nature des titres offerts au public, » mais est-ce là l'œuvre de l'intermédiaire, agent de change, broker ? Non, sans doute, ce dernier doit négocier les titres et rien de plus. Celui qui doit « chercher les valeurs, en augmenter sans cesse le nombre », c'est le banquier, c'est le jobber. Nous

Ce prospectus établirait la preuve que toutes les prescriptions de la loi française ou étrangère pour la constitution des sociétés ont été observées, et indiquerait en même temps les conditions de fonctionnement de la société. Les énonciations du prospectus engageraient la responsabilité des fondateurs et des émetteurs. Toute valeur sans prospectus ne pourrait être cotée, et toute publication de ses cours devraient être sérieusement poursuivie. — M. Boudon, à ce système, fait une objection. C'est qu'une société constituée sans le moindre vice de forme peut n'être qu'une infâme duperie, et que le premier devoir de l'agent de change, est de lui refuser tout concours. Oui, sans doute, mais l'obligation du prospectus ne suffit-il pas à préserver l'actionnaire. Car, si en examinant le prospectus, les agents de change découvrent la preuve de la fausseté des allégations, ce n'est pas seulement la négociation qu'ils devront refuser, mais le juge d'instruction qu'ils devront prévenir. Si l'on refusait d'admettre à la négociation les titres de sociétés régulièrement constituées, et dont le prospectus d'émission ne contient rien de contraire à la vérité, il ne tarderait pas de se constituer une nouvelle coulisse pour la négociation de ces valeurs. V. SIEGFRIED et R. G. LÉVY. *Du Relèvement du marché financier.*

avons déjà vu que le Parlement n'avait maintenu la coulisse des rentes que parce que cette coulisse jouait, à l'égard du parquet, le rôle de jobber ; c'est la même considération, plus ou moins confusément sentie, qui a dû déterminer au maintien de la coulisse traitant des valeurs en banque. On a compris que l'agent de change ne pouvait se mettre à la recherche des valeurs à introduire sur le marché, et l'on a réservé ce rôle au coulissier ; rien de mieux, mais alors on aurait dû lui retirer le rôle d'intermédiaire.

On comprenait la nécessité d'avoir sur le marché des spéculateurs entreprenants, à l'affût de toutes les affaires, ayant des relations avec l'étranger, et soutenus par des capitalistes audacieux, en un mot des créateurs d'affaires nouvelles. Mais quelle nécessité de faire négocier et coter les valeurs par ceux mêmes qui les ont créées. Ne voit-on pas qu'ainsi, l'on aboutira trop souvent à opposer l'un à l'autre l'intérêt et le devoir de ces négociateurs, situation dangereuse, qu'il convient d'éviter avec le plus grand soin.

CONCLUSION

CHAPITRE PREMIER

CONSTITUTION D'UN CORPS DE JOBBERS

Le maintien des deux coulisses, des rentes et des valeurs cotées en banque, n'a donc au fond pas d'autre raison d'être que la nécessité de conserver à la Bourse de Paris un corps de jobbers. Mais alors se pose la question suivante : les autres catégories de valeurs n'ont-elles pas aussi besoin de ce secours, et l'agent de change avec l'interdiction de faire des opérations pour son compte, pourra-t-il suffire à soutenir et à régulariser leur marché ? Nous avons déjà vu que la réponse à cette question ne pouvait être que négative. Pour nos grandes valeurs françaises, le secours du jobber est utile soit

lors des émissions, pour soutenir les cours pendant un certain temps, en attendant le placement définitif du titre dans le public, soit encore pour rendre moins sensibles les fluctuations du marché. Mais où l'appui du jobber est absolument indispensable, c'est pour le marché des valeurs internationales. L'importance, la nécessité même pour la France d'avoir un marché international, n'est contestée par personne.

M. Théry énumère ainsi les avantages qui résultent pour la France de la possession d'un grand nombre de valeurs internationales, véritables créances sur les autres nations. « Grâce à ces créances il a été permis à notre pays depuis 1881 : 1° De combler le déficit de sa balance commerciale s'élevant à plus de 14 milliards ; 2° De solder les 9 milliards de nouveaux fonds étrangers achetés par les rentiers français et valant aujourd'hui 11 milliards ; 3° De payer les dépenses que nos nationaux ont faites à l'étranger ; 4° De supporter les exportations d'or effectuées par les ouvriers étrangers travaillant en France ; 5° De payer les intérêts, arrérages, dividendes aux porteurs étrangers de titres français ; 6° D'effacer les conséquences des faillites étrangères dans lesquelles nos nationaux ont perdu des capitaux ; 7° Enfin d'augmenter le stock du numéraire national de plus de deux milliards d'or (1) ».

Or, si l'on veut conserver à la France un grand marché international (2), il lui faut un marché financier sur

(1) Edmond THÉRY. *Les valeurs mobilières en France*.

(2) Il y a cependant à ce sujet plusieurs remarques à faire. Il faut d'abord que l'introduction des valeurs ne se fasse qu'avec une grande prudence : « On sait d'une façon pertinente, dit

lequel puissent se faire avec facilité les deux opérations sans lesquelles il ne peut pas y avoir de vrai marché international, les émissions et les arbitrages. Eh bien ! nous avons vu, en étudiant la coulisse, combien son concours facilitait les émissions, nous avons vu aussi que c'était elle qui pratiquement faisait presque tous les arbitrages. Que va-t-il résulter pour cette coulisse, si utile lorsqu'elle se renferme dans son rôle de jobber, de l'application de l'amendement Fleury-Ravarin ?

On a prétendu que cet amendement n'enlèverait rien de sa clientèle à la coulisse ; on l'a répété plusieurs fois à la Chambre et voici comment le soutient une note de la chambre syndicale : « En ce qui concerne les valeurs officiellement cotées, la coulisse n'existera plus comme marché, mais elle continuera à fonctionner comme intermédiaire, et à ce titre, elle conservera toute sa clientèle ; n'ayant d'autre obligation que d'effectuer ses opérations par l'intermédiaire de l'agent de change. Rien dans la loi, ni dans les règlements qui nous régissent, ne nous interdit d'abandonner une portion de notre courtage officiel au profit des intermédiaires, et notre

M. DUSSAUSOY, pour un certain nombre de valeurs émises en France depuis dix ans, le montant exact des capitaux qui ont été absorbés, et le résultat qu'elles ont donné à la date du 5 octobre 1897, le capital réellement versé a été de 3.104.518.000 fr. Le 5 octobre 1897, la perte était de 396.470.300 fr., soit 14.6 %. *Discours de M. DUSSAUSOY. Chambre des députés. 4 mars 1898.* Une autre considération, c'est que les états débiteurs ne peuvent payer leurs arrérages que par des excédents d'exportation : ces exportations auxquelles un change défavorable donne parfois une prime de 100 % peuvent constituer un danger réel pour les pays créanciers pris entre le double intérêt contradictoire des producteurs et des porteurs de titres ».

intérêt bien entendu, nous porterait tout naturellement à conserver aux coulissiers les avantages qu'ils retirent de leur courtage habituel. Si après lui avoir donné cette assurance la coulisse proteste encore contre les dispositions du projet de M. Tirard, qui ont pour effet de constater officiellement les cours auxquels lesdites opérations seraient désormais faites, c'est qu'alors la coulisse considère son existence comme dépendant uniquement des bénéfices qu'elle réalise sur les valeurs achetées ou vendues à ces clients (1) ».

Cette argumentation de la Chambre syndicale ne me paraît pas exacte. Elle admet en effet, comme démontré un fait qui est absolument contraire à la réalité des choses, à savoir que la coulisse conservera toute sa clientèle et ne verra pas diminuer le nombre de ses opérations. Après le vote de l'amendement Fleury-Ravarin, la chambre syndicale a proposée à la coulisse qui a d'ailleurs refusé, l'accord suivant : « Pour toutes les opérations qui seraient apportées par un coulissier à un agent, ce dernier prélèverait 20 % sur le courtage du coulissier ». Si les coulissiers avaient accepté cette proposition, ils auraient été obligés de relever leur courtage d'égale quantité, ce qui aurait diminué et même supprimé un grand nombre de leurs opérations. Les arbitrages notamment seraient devenus bien plus difficiles, car le coulissier les faisait souvent pour un bénéfice à peine égal à la somme qu'aurait prélevé

(1) *Note de la Chambre syndicale des agents de change de Paris, sur les conséquences de l'impôt sur les opérations de Bourse*, p. 16. Il est absolument indéniable, les débats à la Chambre l'ont prouvé, que les coulissiers faisaient fréquemment des coupes dans les cours.

l'agent de change. Une autre raison encore pour laquelle l'argumentation de la chambre syndicale n'est pas exacte, c'est que, à la suite de la suppression du marché de la coulisse sur les valeurs internationales, il sera très difficile de trouver des contre-parties immédiates aux ordres envoyés par les banquiers étrangers, et ces derniers les dirigeront sur d'autres Bourses. Comme ces ordres en suscitaient d'autres, de Paris sur les autres grandes Bourses européennes, voilà un élément d'activité pour la place, une source d'affaires pour les coulissiers qui disparaît.

La conclusion de tout ceci, c'est qu'en supprimant cette catégorie de coulissiers, on a fait disparaître sans doute de très réels inconvénients, tenant à la duplicité des cotes, à la possibilité pour l'intermédiaire de faire des obligations pour son propre compte, mais on a privé le marché de Paris d'un organe nécessaire. Il fallait non pas seulement supprimer la coulisse des valeurs françaises et des valeurs internationales, mais encore la coulisse des rentes françaises et des valeurs en banque ; car toutes, plus ou moins étaient dangereuses. Mais on ne devait pas se contenter de détruire. Toutes ces coulisses étaient nées de la nécessité qui s'impose aux Bourses modernes, d'avoir à côté de l'ancien rouage de l'intermédiaire, un rouage nouveau plus souple, et faisant une besogne interdite au premier. Il est indispensable en effet d'avoir des contre-partistes, des arbitragistes, des spéculateurs constituant, si je puis m'exprimer ainsi, le réservoir des valeurs de la Bourse, des jobbers en un mot ; c'est donc en un corps de jobbers que devrait se transformer l'ancienne coulisse.

Ces jobbers, jamais et sous aucun prétexte ne pourraient faire d'opérations directement entre eux ou avec le public; toutes les transactions dans lesquelles ils seraient parties devraient passer par l'intermédiaire des agents de change, et de cette façon, les cours seraient toujours le reflet exact de la situation du marché. Tous les ordres en effet y convergeraient, plus d'opérations lui échappant, plus d'applications dans les établissements de crédit, plus de marché tenu côte à côte avec le marché officiel. De plus les jobbers rendaient au marché tous les services que lui rendaient les coulissiers. Comme les coulissiers des valeurs en banque, ils pourront se mettre à la recherche des valeurs nouvelles, montrer de l'initiative et de l'activité. Comme les coulissiers des rentes, ils donneront à notre grand marché national beaucoup de souplesse, et procureront aux agents de nombreuses contre-parties. Comme les coulissiers de valeurs internationales, ils feront les arbitrages, rendront faciles à exécuter les ordres des banquiers étrangers. Comme tous les coulissiers en général, ils conserveront des quantités considérables de titres flottants: « Le classement et le déclasserment des titres, dit M. Chevallier, ne sont jamais dans une même proportion. Autrement dit, il y a des temps où le public achète plus de rentes qu'il n'en vend, et d'autres, où il en vend plus qu'il n'en achète (1) ». La conséquence est que, pour empêcher l'effondrement des cours il faut qu'il y ait sur le marché des spéculateurs qui achètent le surplus de l'offre, et que pour empêcher une hausse

(1) *Rapport* de M. CHEVALLIER au Sénat, en 1867.

trop accentuée il est utile que ces spéculateurs jettent sur le marché les titres qu'ils possèdent au moment où la demande excède l'offre. Véritables régulateurs du marché, ils seront suivant l'heureuse expression de M. R.-G. Lévy, comme « le volant de la machine qui entretient la constance du mouvement et s'oppose à son ralentissement aussi bien qu'à son excès de vitesse (1) ». M. Juglar compare ces spéculateurs « aux grands lacs qui empêchent les inondations en absorbant les eaux des montagnes sans que leur niveau s'élève sensiblement (2) ».

Les banquiers et les coulissiers en se transformant en jobbers reviendraient en même temps à leur fonction originelle, celle par laquelle ils ont débuté. Au début de la Restauration, une foule de spéculateurs rangés autour de la corbeille des agents de change, étaient tout disposés à arrêter pour leur compte mais sans payer de commission, les affaires à leurs convenances que pourraient avoir en main les titulaires d'offices d'agents de change. « Ces derniers, dit M. Courtois, y avaient leur avantage, en ce sens que la facilité avec laquelle ils trouvaient une contre-partie, aidait d'autre part au développement de leurs affaires, et sur la quantité ils gagnaient plus que s'ils avaient été rigides à l'endroit de leur commission, vis-à-vis des spéculateurs dont nous parlons plus haut (3) ».

(1) R. G. LÉVY. *Mélanges financiers*, p. 34.

(2) *Economiste français*, 11 février 1882, p. 145. *Société d'économie politique de Paris*, 6 février 1882.

(3) COURTOIS. *Traité des opérations de bourse et de change*, p. 204 et 205.

Mais à la différence de ces spéculateurs dont parle M. Courtois, ces jobbers qu'il s'agirait de constituer, formeraient une corporation, auraient des droits et des devoirs.

D'abord ils auraient des droits ; non seulement comme les premiers coulissiers ils traiteraient directement avec les agents sans payer de commission et sans avoir de couvertures à fournir à chaque opération, mais encore ils seraient membres de la Bourse, et rattachés à l'organisation générale du marché. Comme les jobbers anglais, ils auraient le droit de voter aux assemblées générales de la Bourse, ils seraient représentés au conseil de discipline, leur admission enfin dans la corporation des jobbers leur procurerait un accroissement considérable de crédit et d'affaires. Ces droits auraient comme contre-partie nécessaire des obligations et des devoirs. Ils ne pourraient être admis sans justifier d'une moralité et d'une correction commerciales parfaites, et sans faire preuve de solvabilité ; de plus, comme à chacune de leurs opérations ils ne seraient pas astreints au dépôt d'une couverture, un cautionnement, véritable couverture permanente devrait leur être imposé au lieu et place des dépôts successifs que régulièrement ils devraient effectuer à chaque opération.

Telle serait donc la première réforme à introduire dans le marché financier pour compléter l'amendement Fleury-Ravarin. L'anomalie résultant de la coexistence de deux cotes portant des cours différents pour des valeurs identiques a disparu, une grande partie de la coulisse n'existe plus comme intermédiaire ; il faut achever l'œuvre, supprimer la coulisse des rentes, et

celle des valeurs en banque; puis transformer l'ancienne coulisse en corps de jobbers, afin de rendre ainsi la réforme durable et de donner au marché la souplesse indispensable (1).

(1) Nombreux sont les écrivains financiers demandant la transformation des coulissiers en jobbers. V. BOUDON, *la Bourse et ses hôtes*. SIEGFRIED. *Société d'économie politique de Paris*, 6 juin 1898. LÉON. *La coulisse et ses opérations*. MANCHEZ. *op. cit.*, etc.

CHAPITRE II

DE LA RÉORGANISATION DE LA CORPORATION DES AGENTS DE CHANGE

Nous avons vu en étudiant les qualités qui doivent être celles des intermédiaires que beaucoup d'entre elles ne peuvent exister, ou du moins produire tous leurs efforts pratiques, que si le nombre des agents est limité. Sans cette limitation, en effet, les garanties pécuniaires présentées par les agents sont inférieures, la solidarité ne peut être effective, l'égalité du crédit disparaît, la constatation des cours ne peut plus être d'une aussi scrupuleuse exactitude. D'autre part, il est certain que c'est cette limitation stricte du nombre des agents qui est la cause première des inconvénients inhérents à l'institution et justifient quelques-unes des attaques dirigées contre elle.

Ces attaques nous les avons déjà indiquées en citant les arguments apportés par les partisans du marché

libre dont nous avons réfuté la thèse en indiquant les conséquences auxquelles elle aboutissait.

Parmi ces arguments, certains sans doute n'ont que bien peu de valeur. Ainsi, par exemple, celui qui consiste à énumérer les fautes et les erreurs commises par les agents de change ; car, être obligé de rechercher durant tout le cours d'un siècle les faits que l'on peut leur reprocher, n'est-ce pas rendre hommage, au contraire à leur honorabilité et à leur solvabilité. Nous avons vu aussi le peu d'importance qu'il fallait attribuer à l'accusation lancée contre le monopole de n'être légitimé par aucune considération d'ordre public. Le monopole, en effet, a toujours été considéré comme étant le seul moyen d'obtenir la limitation du nombre des agents ; de plus, par le prix élevé que grâce à lui obtiennent les charges, le marché acquiert une véritable couverture de cent millions.

Parmi les autres inconvénients auxquels donne lieu l'institution des agents de change, il en est que la formation d'un corps de jobbers fera disparaître. C'est ainsi que l'obligation très stricte imposée aux agents de ne faire aucune opération pour leur compte, ne privera pas le marché d'un élément sérieux d'activité. L'interdiction faite aux agents d'avoir des correspondants à l'étranger, ne causera plus aucun détriment au grand marché des valeurs internationales, car ces correspondants seront entretenus par les jobbers.

Mais on pourra toujours adresser aux agents de change le reproche d'être aujourd'hui avec mille valeurs à négocier, le même nombre qu'ils étaient en 1807, alors qu'ils n'y avait que sept valeurs inscrites à la

cote. Sans doute il y a quatre commis principaux par charge, ce qui porte à 240 le nombre des négociateurs ; mais, répond justement M. Neymarck « ces assesseurs sans responsabilité, agissant pour le compte d'une maison seule, peuvent-ils avoir la même initiative, la même activité, la même influence, que 240 maisons privées, ayant chacune un capital social qui leur est propre, agissant pour leur compte à leurs risques et périls (1) ? ». Ce sera toujours un inconvénient que de fixer à un chiffre invariable le nombre des personnes appelées à exercer telle ou telle industrie ; car alors l'héritage ou le marchandage ont plus de part aux nominations que la valeur individuelle, et il est illogique que le nombre des agents, ne se proportionne pas à l'importance des affaires (2). De plus, ainsi que nous l'avons déjà plusieurs fois constaté, cette limitation amène la disparition de la concurrence entre agents, concurrence si utile lorsqu'elle n'est pas exagérée. Tant que la coulisse a subsisté elle a amené le parquet à accepter un certain nombre d'améliorations, mais la coulisse disparue, il ne faut pas que s'anéantisse avec elle le sentiment de l'émulation, source de tout progrès.

« Il est un point, dit M. de Montplanet, sur lequel tous doivent être d'accord sans distinction d'écoles :

(1) NEYMARCK. *Société d'économie politique*, séance d'avril 1893.

(2) Nous avons vu que pendant presque tout l'ancien régime, on avait fait varier le nombre des agents avec l'importance des affaires, évidemment supérieur au système actuel, ce dernier système laisse une large place à l'arbitraire, il vaut évidemment mieux que la limitation provienne de la nature des choses.

c'est que le monopole s'il veut vivre et laisser vivre le marché, doit se faire léger et large dans son application, et ne paralyser aucune initiative, ni aucun concours. Il doit se montrer d'autant plus libéral, qu'il ne semble pas y avoir d'officier ministériel dont le privilège soit plus exclusif que celui de l'agent de change. Il est indispensable de ne pas perdre de vue ce qu'un pareil privilège a d'excessif et de chercher à en atténuer l'excès dans la pratique. Un impôt cesse d'être productif quand l'élévation des tarifs, et la rigueur des procédés de perception fait fuir ou dissimuler la matière imposable. En somme, un monopole est un impôt sur la liberté d'autrui ; en cas d'exagération, il subirait la loi commune à tous les impôts (1) ».

Il semble que l'on ne puisse échapper à l'une ou à l'autre des deux alternatives. Ou bien conserver l'organisation actuelle, limiter strictement le nombre des agents de change à 60, 70, 80, avec tous les inconvénients que nous venons d'énumérer, mais aussi avec tous les avantages qui sont la conséquence de la restriction du nombre des intermédiaires ; ou bien supprimer le monopole, donner ainsi à l'organisme une vie plus active, rendre presque impossible la concurrence du courtier marron, procurer au marché toute l'ampleur qu'il est susceptible d'acquérir, mais alors renoncer sinon théoriquement ou moins pratiquement aux garanties qui ne peuvent résulter pour le marché que de la limitation du nombre.

(1) DE MONTPLANET. *Société d'économie politique de Paris*, séance du 6 juin 1893.

Pourtant ne pourrait-on pas, tout en conservant les garanties résultant de la restriction du nombre des agents, donner à l'institution plus de souplesse et plus de vie, en réorganisant le marché sur les bases suivantes : Restreindre le nombre des agents, sans fixer un chiffre immuable. Si, en effet, on supprimait les charges, il serait possible d'imposer aux agents nouveaux, un cautionnement égal au cautionnement ancien, joint au capital immobilisé dans les charges, et l'on aurait un nombre d'agents sensiblement égal au nombre de fois que le chiffre de leur cautionnement serait contenu dans le capital fixe des anciennes charges. En second lieu, établir dans la corporation des groupes indépendants les uns des autres, de façon à pouvoir jouir dans chacun de ces groupes des avantages résultant d'un nombre relativement peu élevé d'agents; alors que cependant le nombre total des intermédiaires du marché aurait été augmenté dans de fortes proportions. Ces groupements basés sur la spécialité des affaires traitées par chacun d'eux, procureraient en outre au marché, les avantages résultant de la connaissance plus approfondie que les intermédiaires auraient des valeurs négociées par eux.

Chaque charge d'agent de change représente à peu près, nous l'avons vu un capital de 2.500.000 francs, ce qui porte à 150.000.000 francs le capital total de la compagnie. Sur ce chiffre le capital fixe s'élève à 120.000.000, tandis que le fonds de roulement ne représente qu'une trentaine de millions; encore faut-il remarquer que ce dernier chiffre serait bien inférieur, si la presque totalité des affaires au comptant ne passait pas

par l'intermédiaire des agents de change. Ce capital est rémunéré par les courtages perçus sur des transactions s'élevant à environ quarante milliards (1).

La coulisse fait un chiffre d'affaires bien plus considérable : les négociations accomplies par son intermédiaire s'élèvent à peu près à 70 milliards, dont 40 milliards pour les rentes françaises. On évalue son capital à 100.000.000. Mais à ce sujet, une double remarque à faire : d'abord la coulisse n'a pour ainsi dire pas de capital fixe, pas de cautionnement ou du moins un cautionnement transitoire, pas de prix de charge, le nombre des coulissiers étant illimité. De plus le fonds de roulement n'a aucun rapport avec celui des agents de change, en effet ne faisant point d'affaires au comptant, la charge proprement dite n'a besoin que d'un fonds de roulement très faible, et si en réalité ce dernier atteint un chiffre élevé, c'est que le coulissier spéculant pour son compte a besoin d'un fonds de garantie pour ses opérations.

Si les opérations de la coulisse passaient au parquet, et que fût constituée une corporation de jobbers, il n'est pas exagéré de dire que les courtages perçus par le parquet doubleraient. Pour apprécier cette augmentation des bénéfices du parquet, il faut tenir compte de plusieurs observations. Le marché par sa réorganisation acquerrait un regain de vie et d'activité ; mais il faut remarquer que les courtages perçus sur les transactions à terme des rentes françaises (2) sont bien inférieurs

(1) V. NEYMARCK. *Organisation des marchés financiers*, Journ. des Economistes, 1884.

(2) 12 fr. 50 pour 3.000 fr. de rentes.

aux courtages ordinaires, de plus une partie des opérations actuelles des coulissiers serait conservée par les jobbers. On peut donc supposer que l'estimation faite ne s'éloignerait pas beaucoup de la réalité.

Le bénéfice procuré par les courtages doublant, le capital rémunéré pourrait subir une augmentation proportionnelle; et comme les fonds de roulement exigés par les opérations à terme sont inférieurs à ceux demandés par les opérations au comptant, leur totalité ne dépasserait pas une cinquantaine de millions. Sans doute avec les hésitations, les tâtonnements inséparables de toute transformation, ce capital fixe ne pourrait vraisemblablement pas atteindre immédiatement cette somme, et lui serait inférieur de plusieurs dizaines de millions pendant un an ou deux; mais une fois les hésitations, les résistances de la première heure surmontées, les nouveaux courants établis, le capital qui pourrait être rémunéré ne serait pas inférieur à celui indiqué plus haut. Admettons cependant qu'il ne puisse dépasser deux cent vingt millions.

Si la transformation que nous avons préconisée, était accomplie, avec le maintien de la corporation des agents de change telle qu'elle existe aujourd'hui, le prix total des charges joint au montant des cautionnements atteindrait à peu près ce chiffre, et si l'on supprimait le monopole, c'est à ce chiffre que l'on pourrait fixer le montant total et maximum des cautionnements exigés des agents.

N'est-il pas évident que ceci admis, nous allons avoir un moyen artificiel, non pas de limiter, mais de restreindre le nombre des agents. Supposons par exemple

que le cautionnement soit fixé à un million : Théoriquement, nous devrions avoir deux cent vingt agents ; en réalité, leur nombre variera autour de deux cents. Que dans ces conditions, le chiffre des transactions vienne à augmenter, le capital fixe qui pourrait être rémunéré par les courtages perçus, augmentera dans les mêmes proportions ; et quelques agents pourraient se présenter, prouver qu'ils réunissent toutes les conditions de nationalité, d'honorabilité, de solvabilité requises, verser leur cautionnement et entrer à leur tour dans la corporation.

Le système présenterait un grand nombre des avantages de la corporation ouverte. La concurrence serait plus vive, sans être excessive, le nombre des agents pourrait varier dans une mesure proportionnelle à l'intensité des transactions, et de plus serait accru dans de fortes proportions ; l'organisme tout entier trouverait une souplesse, une étendue que le régime du monopole est impuissant à lui procurer. Mais, dira-t-on, n'allez-vous pas perdre ainsi la plupart des avantages que peut procurer la limitation du nombre ? Deux cents agents, c'est beaucoup trop pour conserver la solidarité, l'égalité de crédit. Comment exercer sur un si grand nombre d'intermédiaires une surveillance effective, grâce à laquelle la prohibition de faire des opérations pour son propre compte, ne reste pas lettre morte ? Cette observation serait exacte, si pour le surplus, l'organisation actuelle était maintenue, mais tombe, si l'on constitue des groupes autonomes entre les seuls membres desquels règnera la solidarité.

Sur toutes les places de l'Europe, la pratique a mon-

tré combien il était avantageux pour le marché que les intermédiaires fussent spécialisés. A Berlin et à Vienne chaque courtier assermenté ne voit son privilège s'étendre qu'à un petit nombre de valeurs. Il en était de même à la coulisse de Paris, où nous avons remarqué trois marchés indépendants les uns des autres : La coulisse des rentes, celle des valeurs, et celle du comptant. Sans doute un certain nombre de coulissiers des valeurs faisaient aussi partie de la coulisse des rentes, mais cette dernière n'en constituait pas moins un groupe séparé qui, ainsi que la coulisse du comptant a survécu à l'amendement Fleury-Ravarin (1).

Eh bien, ces groupements, ne pourrait-on pas les établir au parquet ? Pour qu'ils ne soient pas artificiels, il ne les faudrait pas trop nombreux, et les valeurs qui leur reviendraient à chacun, devraient être très nettement tranchées, pour éviter tout antagonisme et toute rivalité. Une division en trois groupes : des rentes françaises, des valeurs françaises et des valeurs étrangères, remplirait, semble-t-il, ces conditions. Rien d'artificiel dans cette division, et au seul examen de la valeur entrant à la cote, on pourrait savoir immédiatement à quel groupe en reviendrait la négociation. L'institution des commis principaux serait conservée et les commis

(1) Les agents de change avec l'aide de leurs commis principaux constituaient aussi trois groupes. Les agents négociaient eux-mêmes les valeurs à terme, un groupe de commis principaux négociait les rentes, et un autre les valeurs au comptant. Mais cette spécialisation ne peut que faciliter les transactions, car une seule charge d'agent concentre toutes les catégories de valeurs.

des agents de chaque groupe pourraient négocier les valeurs au comptant; de plus, il semble qu'il serait avantageux de permettre aux agents de change empêchés, de se faire remplacer par leurs commis principaux, à condition qu'il restera à la corbeille un nombre suffisant d'agents pour exercer une surveillance effective (1). Cette réforme ne produirait-elle d'autre résultat que d'introduire sur le marché plus d'activité, grâce à la connaissance plus approfondie que chaque agent aura du nombre plus restreint de valeurs qu'il sera chargé de négocier, et de donner plus de facilité à l'établissement d'une cote sincère, qu'elle serait déjà très souhaitable, mais les résultats qu'elle peut produire sont bien plus considérables encore : Elle va nous permettre, en effet, sur un marché plus étendu et possédant les avantages que procure la non limitation du nombre des agents, de conserver les si utiles garanties procurées par le monopole.

Les trois groupements entre lesquels nous avons proposé de diviser la corporation des agents de change, la partageraient en trois sections d'importance à peu près égale. Les transactions sur valeurs françaises et sur valeurs étrangères s'élèvent pour chaque catégorie à trente milliards environ, et s'il se fait sur les rentes françaises des opérations portant sur un total approximatif de cinquante milliards, à cause de la modicité des courtages, le bénéfice procuré aux agents, ne serait pas supérieur à celui produit par les négocia-

(1) *Remplacement à la Bourse de l'agent de change absent ou empêché.* LYON, 1897.

tions des titres de l'une ou de l'autre des deux sections des valeurs.

Si nous supposons que les cautionnements (1), soient fixés de telle façon que le nombre des agents oscille autour de deux cents, chaque groupe comprendra une soixantaine de membres. Or, ce nombre étant à peu près celui des agents en exercice aujourd'hui, tous les avantages de la limitation actuelle nous seront ainsi assurés. A un nombre aussi restreint d'agents, il sera possible d'imposer la défense de faire des opérations pour leur propre compte, car la surveillance de la chambre syndicale, dont les membres seront les agents du groupe, sera pleinement effective; grâce à cette absence d'intérêt dans la négociation, grâce aussi à la possibilité de conserver l'organisation actuelle pour la cotation des cours, la sincérité de ces derniers sera absolue, de plus, il pourra y avoir solidarité entre tous les membres du groupe, jusqu'à concurrence du fonds commun de chaque groupe (fonds commun constitué suivant les règles actuelles) et jusqu'à concurrence du montant total des cautionnements du groupe. La solidarité jointe aux soins apportés au recrutement des agents par la Chambre syndicale de chaque groupe, procurerait en outre à la place le grand avantage de l'égalité de crédit entre tous les intermédiaires.

(1) Ces cautionnements ne pouvaient être établis qu'après un examen très attentif de la situation du marché. Les chiffres indiqués plus haut ne servent qu'à prouver que le système est pratique. On pourrait même fixer des cautionnements différents suivant les groupes du marché. C'est ainsi que celui exigé des agents de la section des rentes pourrait être inférieur aux autres, les fluctuations sur ce titre étant moins considérables et moins subites.

Tels sont rapidement indiqués les avantages que procurerait à la place, l'application du système préconisé, et que l'on peut résumer en deux mots : Une souplesse plus grande ; une vie plus intense ; des garanties et une sécurité plus considérables. En plus, ce qui n'est pas à dédaigner, on rentrerait dans la véritable tradition française, on se rapprocherait du système de la commission, un peu transformé suivant les exigences de la vie financière moderne.

A la tête de toute cette organisation nouvelle, on placerait un conseil central, élu à la fois par les agents de change et par les jobbers. Ce conseil qui représenterait tous les organes de la Bourse, pourrait défendre avec autorité tous les intérêts des membres de la Bourse ; c'est lui qui serait chargé de rédiger les règlements intérieurs, et prendrait les mesures destinées à assurer la considération de la compagnie. Son rôle serait analogue au Conseil supérieur du Stock-Exchange anglais, sauf les attributions disciplinaires qui auraient passé aux chambres syndicales des trois groupes d'agents et du corps de jobbers..

La conséquence forcée de la réorganisation serait le rachat des charges actuellement existantes. A ce sujet deux questions sont à examiner : Sur quel pied se ferait le rachat ? Et, qui serait chargé de payer aux agents l'indemnité qui leur est légitimement due ?

M. Courtois propose de prendre pour base de l'indemnité, une moyenne déterminée par le chiffre des affaires au comptant, accrue d'une certaine proportion d'affaires à terme. L'estimable auteur du *Traité des opérations de Bourse et de Change*, part de ce principe

que les opérations à terme n'étaient pas comprises dans le monopole primitif des agents de change. Sans doute, mais la loi de 1885 qui a reconnu la légalité des marchés à terme, a expressément reconnu que ces opérations tout comme les opérations au comptant devaient être monopolisées par les agents. D'ailleurs, même avant la loi de 1885, il était de jurisprudence (1) que les opérations à terme, dans les cas où l'exception de jeu ne pouvait pas être invoquée, devaient sous peine de nullité, passer par l'intermédiaire des agents de change.

M. Scherer ne distingue pas entre les opérations au comptant et les opérations à terme ; mais il propose, dans le cas où l'agent actuel continuerait d'exercer ses fonctions, de faire subir à l'indemnité qui lui serait attribuée une retenue d'un tiers, car suivant son expression, il peut dans ce cas, pendant une période assez prolongée jouir d'une position acquise à la faveur du monopole (2). Cette distinction est arbitraire, elle entraînerait des fraudes nombreuses. De plus, comme tout le monde admet que les agents de change privilégiés, succédant aux agents de change actuels détenteurs de charges monopolisées, devront payer à leurs prédécesseurs, au moins une partie de leur indemnité, il en résulterait que les agents qui resteraient en fonction paieraient deux fois : Une première fois par la retenue d'un tiers

(1) Lors du fameux procès de 1859, entre agents et coulissiers, les coulissiers avaient soutenu par l'organe de Berryer, que le monopole des agents de change ne s'appliquait pas aux opérations à terme ; mais la Cour les avait déboutés de leur prétention.

(2) SCHERER. *La Bourse de Paris, Réforme de son organisation actuelle*, p. 31.

sur leur indemnité, une seconde fois par la retenue sur leur courtage qui leur serait imposée tout aussi bien qu'aux autres intermédiaires.

C'est le même reproche que l'on peut adresser en premier lieu au système proposé par M. Boudon. M. Boudon distingue, en effet, dans la valeur de la charge deux éléments; le titre nu, le monopole, la garantie que le nombre des concurrents sera limité à soixante, et puis la valeur commerciale de la charge. En cas de suppression du monopole, le premier élément seul disparaît; quant au second, il reste dans le patrimoine de l'agent. Outre le reproche que nous avons indiqué, on peut faire à ce système une autre objection. Est-ce que M. Boudon peut croire que l'agent conservera la position acquise à la faveur du monopole, est-ce que la charge gardera longtemps, non pas une valeur commerciale de neuf cent mille francs, mais une valeur commerciale quelconque? Non sans doute, du jour où tout Français présentant les conditions d'honorabilité et de solvabilité exigées par la loi, pourra devenir agent de change, il est évident que les charges n'auront plus aucune valeur commerciale. M. Boudon a bien compris par où péchait son système, aussi propose-t-il d'allouer à titre gracieux à chaque agent une indemnité de cent mille francs: « Car, dit-il, la disparition du monopole entraînera vraisemblablement dans les anciennes charges une certaine diminution d'affaires (1) ». Ce n'est pas une diminution d'affaires qu'entraînera la suppression du monopole, mais la disparition de toutes les affaires que

(1) BOUDON. *La Bourse et ses Hôtes*, p. 400.

l'agent ne pourra conserver grâce à ses relations personnelles ; et si l'on juge à propos d'exiger de l'agent une indemnité pour le don gratuit qui lui est ainsi fait, pourquoi ne pas l'exiger aussi de tous ceux qui vont profiter de la suppression du monopole des agents de change.

Aussi dans leur projet de loi, MM. Trarieux et Boulanger proposent de rembourser à chaque titulaire actuel, le montant total du prix de la charge. « L'indemnité sera calculée pour chaque office sur le prix moyen des cessions opérées dans les sept années antérieures au 1^{er} juillet 1898 (1). »

Mais, diront MM. Scherer et Boudon, si ce système est adopté, il est impossible de nier que les agents de change vont être favorisés ; en effet, ils vont recevoir le prix intégral de leur office, et puis malgré cela, ils conservent cet office, diminué sans doute, mais conservant encore pendant un certain temps une valeur appréciable. Cette argumentation serait fondée dans le cas où l'Etat prendrait à sa charge le règlement total de l'indemnité, mais ne le serait plus si l'obligation de désintéresser les titulaires actuels, incombait non pas à l'Etat, mais aux agents privilégiés qui succéderaient aux agents actuels titulaires de charges monopolisées.

Ceci nous amène à la seconde question qui reste à examiner : qui serait chargé de rembourser aux anciens agents, le prix de leur charge ? En général, on admet, que les agents nouveaux étant les premiers bénéficiaires de la suppression des anciennes charges, ils devraient

(1) Art. 13 du *projet de loi*, *loc. cit.*

eux-mêmes au moins partiellement désintéresser leurs prédécesseurs (1), MM. Trarieux et Boulanger proposent un emprunt souscrit par la corporation nouvelle et remboursé en trente annuités (2).

A ce système on peut faire deux objections : La compagnie nouvelle ne pourra peut-être pas emprunter à des conditions très avantageuses. En tous cas, son crédit sera inférieur à celui de l'Etat. En outre, les annuités par lesquelles elle devra amortir sa dette, pèseront très inégalement sur les exercices successifs, suivant leur prospérité plus ou moins grande. Pour ces deux raisons ne vaudrait-il pas mieux que ce fût l'Etat lui-même qui fournissè les cent millions nécessaires au rachat des offices. Pour subvenir à cette dépense, l'Etat pourrait soit émettre des bons du Trésor pour lesquels il paie un intérêt de $1\frac{1}{2}\%$, soit encore profiter de cette occasion pour faire souscrire un important emprunt à $2\frac{1}{2}\%$, emprunt réclamé depuis longtemps par les économistes ; car, tant qu'il n'y aura pas un emprunt type dont les arrérages seront inférieurs à 3% il sera impossible de songer à une conversion de notre $3\frac{5}{8}\%$ perpétuel.

Cette solution outre l'avantage qu'elle présente de faire profiter la compagnie du crédit supérieur de l'Etat,

(1) Voir COURTOIS, *op. cit.* RAFFALOWICH, *Dictionnaire d'Economie politique*, V^e Agent de Change. TRARIEUX, BOULANGER, *projet de loi* ; CONTRAT BOUDON, *La Bourse et ses Hôtes*, p. 400 et suivantes.

(2) Art. 15 du *projet de loi*, *loc. cit.* La somme à emprunter serait pour Paris de 96 millions, la somme totale pour toutes les banques de France serait de 105 millions.

procurera en outre le très appréciable avantage de ne grever les exercices que proportionnellement à leur prospérité, car il importera peu à l'Etat que la somme qui lui sera remboursée chaque année, ne soit pas constamment égale, et qu'elle varie avec l'importance des transactions. Que par exemple, il soit perçu sur chaque transaction les 5 % du courtage. Cette somme est assez minime pour que le sacrifice imposé aux nouveaux agents ne soit pas trop considérable, de plus même dans les années où les transactions seront les moins actives, elle suffira à payer les intérêts dus à l'Etat, et à assurer un service d'amortissement de la dette; dans les années prospères une grande partie du prélèvement sera consacrée à l'amortissement, et ce dernier pour se faire d'une façon irrégulière, ne s'en fera pas moins d'une façon constante. La seule objection que l'on pourrait faire à ce système, d'entraîner de nombreuses formalités de perception et de vérification a disparu depuis la loi de 1893 sur les opérations de Bourse : En effet, tout en percevant son droit de 0 fr. 05 par 1.000 fr., l'administration de l'enregistrement pourra sans complication aucune, prélever en outre un droit de 5 % sur le courtage qui revient à l'agent.

Telles sont rapidement indiquées les réformes que l'on pourrait désirer pour notre marché financier. Grâce à elles, sans rien perdre de ses qualités de solidité, le marché de Paris acquerrait en outre la souplesse qui lui manque ou qu'il n'a pu se procurer qu'au prix d'une illégalité. Par son vote de l'amendement Fleury-Ravarin, le Parlement a indiqué le principe qui devait présider à la réorganisation du marché financier. C'est à cette

réorganisation qu'il est urgent de procéder dans le plus bref délai possible ; la base de la restauration est toute indiquée sans doute ; mais enfin la base seule existe sur laquelle il importe de procéder au plus tôt à la réédification.

VU : E. BAILLY.

Vu :

*Le Doyen de la Faculté de Droit
de l'Université de Dijon,*

E. BAILLY.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER,

Dijon, le 27 octobre 1898.

Le Recteur,

CH. ADAM.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION

NOTIONS HISTORIQUES

	Pages
Du caractère des intermédiaires de Bourse et de Change depuis leur création jusqu'à la législation qui les régit actuellement.....	8

PREMIÈRE PARTIE

Étude des Intermédiaires actuels.

LIVRE PREMIER

INTERMÉDIAIRES DE DROIT — AGENTS DE CHANGE

CHAPITRE PREMIER

Histoire des Agents de change.....	29
------------------------------------	----

CHAPITRE II

De l'organisation des Agents de change.

I. — Du recrutement des Agents et de leur caractère....	35
II. — De la Chambre syndicale.....	38
III. — Des auxiliaires de l'Agent.....	42

CHAPITRE III

Du fonctionnement de la Compagnie des Agents de change. Ses avantages.

I. — Obligations de l'Agent de change.....	46
II. — Obligations qui incombent aux Agents en leur qualité d'officiers publics.....	49
III. — De la solidarité de fait entre Agents.....	52
IV. — De la solidarité légale entre Agents.....	57

CHAPITRE IV		Pages
Du fonctionnement de la Compagnie des Agents de change.		
Les inconvénients.		
I. — De la limitation stricte du nombre des Agents.....		61
II. — Interdiction d'avoir des correspondants à l'étranger.		63
III. — Défense faite aux Agents de spéculer pour leur propre compte.....		64
IV. — De la lourde responsabilité qui pèse sur les Agents..		65

LIVRE DEUXIÈME

INTERMÉDIAIRES DE FAIT

TITRE PREMIER

COULISSE

CHAPITRE V

Histoire de la Coulisse.

I. — Développement de la coulisse.....	76
II. — Lutte de la coulisse et du parquet.....	81

CHAPITRE VI

Organisation de la coulisse.

I. — Composition de la coulisse.....	85
II. — Coulisse des valeurs.....	88
III. — Coulisse des rentes.....	91
IV. — Coulisse du comptant.....	94

CHAPITRE VII

Fonctionnement de la coulisse. — Les avantages.

I. — Liberté pour la coulisse de spéculer pour son propre compte.....	97
II. — De la libre concurrence entre coulissiers.....	103

CHAPITRE VIII

Fonctionnement de la coulisse. — Les inconvénients.

I. — Prédominance des étrangers et absence de garanties .	105
II. — Danger qu'offre l'intermédiaire opérant pour son compte.....	112

TITRE DEUXIÈME
DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

CHAPITRE IX

Des applications de l'Etat et des émissions des grandes Compagnies	118
--	-----

CHAPITRE X

Fonctionnement des Sociétés de crédit.

I. — Evolution des Sociétés de crédit	125
II. — Rôle des Sociétés de crédit	128

CHAPITRE XI

Les Sociétés de crédit et la Bourse.

I. — Des émissions	133
II. — Des applications	137
III. — Des reports hors Bourse	142

CHAPITRE XII

Amendement Fleury-Ravarin	157
---------------------------------	-----

DEUXIÈME PARTIE
De la réorganisation.

CHAPITRE PREMIER

Du marché libre.

Des arguments invoqués par les partisans du marché libre.	167
---	-----

CHAPITRE II

Bourses étrangères	178
--------------------------	-----

PREMIÈRE CATÉGORIE

Marchés libres.

I. — Belgique	179
II. — Hollande	182

DEUXIÈME CATÉGORIE

Pages

Marchés astreints à une certaine réglementation.

I. — *Marchés sur lesquels une corporation exerce un monopole de fait :*

1 ^o Angleterre.....	183
2 ^o Etats-Unis d'Amérique.....	191
3 ^o Suisse.....	193

II. — *Marchés sur lesquels le gouvernement exerce une certaine surveillance :*

1 ^o Allemagne.....	194
2 ^o Autriche-Hongrie.....	206

CHAPITRE III

Double principe fondamental du marché financier français.

I. — Nécessité d'une réglementation et les différents projets présentés	209
II. — Nécessité d'une limitation du nombre des Agents....	215
III. — Nécessité de l'interdiction de toute opération personnelle.....	230

CHAPITRE IV

De la nature de la cote.....	236
------------------------------	-----

CONCLUSION

CHAPITRE PREMIER

Constitution d'un corps de jobbers.....	249
---	-----

CHAPITRE II

De la réorganisation de la corporation des Agents de change	258
---	-----

